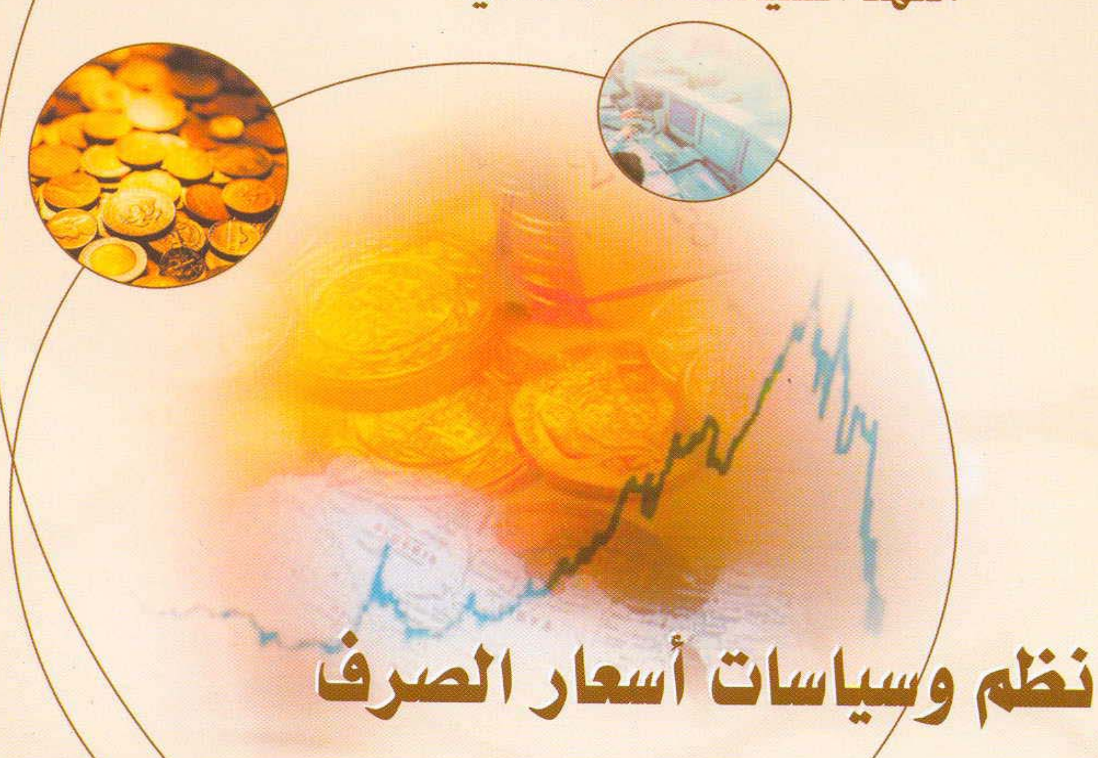


## صندوق النقد العربي

### معهد السياسات الاقتصادية



# نظم وسياسات أسعار الصرف


تحرير

د. علي توفيق الصادق

د. علي أحمد البلبل

د. محمد مصطفى عمران

**صنـــدوق النقــد العربـــي**

**معهـد السياسـات الاقتصاديـة**

# نظم وسياسات أسعار الصرف

**تحرير**

**الدكتور علي توفيق الصادق**

**الدكتور علي أحمد البلبل**

**الدكتور محمد مصطفى عمران**

وقائع الندوة المنعقدة في 16-17 كانون الأول/ ديسمبر 2002، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة في إطار برنامج التدريب الإقليمي المشترك بين صندوق النقد العربي وصندوق النقد الدولي

ص.ب: 2818 - أبوظبي - الإمارات العربية المتحدة
البريد الالكتروني:
instamf@emirates.net.ae

## المحتويات

**الصفحة**

**بسم الله الرحمن الرحيم**

## شكر وتقدير

هذه هي الندوة الثانية التي نظمها صندوق النقد العربي وصندوق النقد الدولي في إطار برنامج التدريب الإقليمي المشترك بينهما الذي بدأ العمل به في شهر أيار / مايو عام 1999. وقد هدفت الندوة إلى إطلاع كبار المسؤولين في البلدان العربية على أهم قضايا نظم وسياسات أسعار الصرف بمنظوريها التاريخي والحاضر؛ وعلى تجربة البلدان الناشئة المتمثلة بالمكسيك؛ وعلى تجربة مجلس التعاون الخليجي فيما يخص مشروع العملة الموحدة المستقبلي؛ وكذلك تجربة كل من مصر والمغرب من البلدان العربية.

ولقد عقدت الندوة في مدينة أبو ظبي، عاصمة دولة الامارات العربية المتحدة يومي 16 و17 كانون الأول / ديسمبر 2002. وشارك في أعمالها عدد من كبار المسؤولين في البلدان العربية، القائمون على الإدارة الاقتصادية في بلدانهم. وقدم المحاضرات نخبة متميزة من الخبراء العرب والأجانب، وقدم التعقيبات عليها أيضا نخبة من كبار المسؤولين العرب والأجانب مما أثرى الندوة وأتاح فرصة التفاعل وتبادل الآراء والخبرات.

وبهذه المناسبة نود أن نسجل شكرنا وتقديرنا لمعالي السيد سلطان بن ناصر السويدي، محافظ مصرف الإمارات المركزي، لتفضله بافتتاح الندوة بكلمة توجيهية هامة. وكذلك نسجل شكرنا وتقديرنا لسعادة الدكتور جاسم المناعي، مدير عام رئيس مجلس إدارة صندوق النقد العربي، على حماسه ودعمه المستمر ورعايته لهذا النشاط من برنامج معهد السياسات الاقتصادية.

كما نقدم الشكر والتقدير لكل من ساهم في إنجاز هذا العمل الهام، ونخص بالذكر دائرة الشؤون الإدارية وعلى رأسها السيد شوكت عبد الهادي عليان، والسيد هاشم سليمان مسؤول العلاقات العامة، والسيدة وجدان سعيد مديرة مكتب مدير المعهد لقيامها بأعمال أمانة السر، وكذلك ننوه بشكر خاص للسيدة لبنى صقر على جهودها القيمة في الرقن والطباعة.

**هيئة التحرير**

# كلمات الافتتاح

## معالي سلطان ناصر السويدي*

السلام عليكم جميعاً،

أصحاب المعالي والسعادة/ الحضور الكرام،

يسعدني أن أرحب بكم في بلدكم الثاني دولة الإمارات العربية المتحدة وأرجو من الله أن يوفقكم في أعمال ندوتكم هذه المنعقدة تحت عنوان "نظم وسياسات أسعار الصرف"، وأرجو أن تجنوا الفائدة المرجوة منها.

إن هذه الندوة تعقد على خلفية تجربة الاتحاد النقدي الأوروبي وفي ضوء الجهود المبذولة لتحقيق "عملة موحدة لدول مجلس التعاون الخليجي"، لذلك فالخبراء الأفاضل الذين سيتحدثون خلال فعاليات هذا اليوم وغداً سيثرون الندوة بآراء قيمة ومهمة في مجال موضوع الندوة، وأنا على يقين من أنهم سيأتون بمقترحات بناءة في سبيل عملة خليجية موحدة.

أصحاب المعالي والسعادة/ الحضور الكرام،

بالنسبة للعملة الخليجية الموحدة، فكما يعلم البعض، هناك قرار سياسي وبرنامج محدد حيث من المقرر أن نتفق فيما بين دول مجلس التعاون على معايير تقارب الأداء الاقتصادي بحلول سنة 2005 وعلى الاتحاد النقدي في سنة 2010، وأنا شخصياً واثق من أننا قادرون على تحقيق هذه الأهداف والعملة الخليجية الموحدة بحلول سنة 2010.

---

* محافظ، مصرف الإمارات المركزي.

إلا أن العملة الموحدة بحد ذاتها ليست الهدف الأساسي بل أن الهدف الأساسي هو تحقيق توظيف أفضل للموارد في الاقتصاد الكلي لدول مجلس التعاون.

ويمكن أيضاً بلورة العملة الخليجية الموحدة لتكون أساس لعملة عربية موحدة فيما بعد سنة 2010.

أصحاب المعالي والسعادة/ الحضور الكرام،

بهذه المناسبة لا يسعني إلا أن أتقدم بالشكر الجزيل لصندوق النقد العربي وعلى رأسه سعادة الأخ الدكتور جاسم المناعي على جهودهم الطيبة في الترتيب لهذه الندوة، كذلك لا يفوتني شكر صندوق النقد الدولي على المساهمات القيمة في فعاليات هذه الندوة.

مع التمنيات لكم جميعاً بالتوفيق وندوة ناجحة بإذن الله.

وشكراً.

# كلمات الافتتاح

**د. جاسم المناعي[*]**

أصحاب المعالي والسعادة،

حضرات السيدات والسادة،

يسعدني أن نتمكن في كل من صندوق النقد العربي وصندوق النقد الدولي من تنظيم انعقاد هذه الندوة الهامة حول نظم وسياسات أسعار الصرف. هذا كما يسرني أن تنعقد هذه الندوة على هذا المستوى من الحضور والمشاركة التي تعطي المؤشر بأهمية هذه الندوة وبما يمكن أن تثيره من مداولات وقضايا من شأنها أن توفر مزيداً من الأفكار والخيارات عند التعامل مع موضوع نظم وسياسات أسعار الصرف، وخاصة بالنسبة للدول العربية التي لا تزال بحاجة إلى تلمس السبل المثلى لأنظمة أسعار الصرف الملائمة.

إن التجارب العالمية الغنية والمتعددة في إدارة أسعار الصرف والتي سوف يتم استعراضها خلال هذه الندوة وما يمكن أن تستدرجه من مناقشات هامة، من شأنها أن تثري هذا الموضوع وتتيح للمعنيين في الدول العربية الفرصة للتعرف على التبعات المترتبة على أي من البدائل المتاحة في هذا المجال.

وكما لا يخفى عليكم فإن أوضاع دولنا العربية فيما يخص نظم وسياسات أسعار الصرف تبدو متباينة وبالتأكيد تحتاج إلى مزيد من البلورة والتطوير. وفي الوقت الذي نحتاج فيه بالتأكيد إلى تحقيق استقرار الأوضاع المالية فإننا نحتاج في الوقت نفسه إلى تفعيل ومزيد من الاستقلالية للسياسة النقدية. كذلك فإنه في الوقت الذي نحتاج فيه إلى استقرار العملة فإننا

---

[*] مدير عام رئيس مجلس إدارة صندوق النقد العربي.

كذلك نحتاج إلى ضمان تنافسية صادراتنا. كذلك فإن الرغبة في الحفاظ على جاذبية عملاتنا لا ينبغي أن تكون على حساب المبالغة في سعر الصرف وقتل معدلات النمو المطلوبة.

إن التعرف على تجارب الدول النامية من خلال أوراق العمل التي سوف يتم استعراضها في هذه الندوة سوف يساعد بدون شك على تفهم الأبعاد المختلفة والمتداخلة في اختيار نظم وسياسات أسعار الصرف المناسبة لأوضاع الدول المختلفة. صحيح أن هناك توجهاً عاماً إلى تفضيل الأخذ بأسعار الصرف المرنة مقارنة بما كان عليه الحال منذ ثلاثين عاماً إلا أن ذلك حسبما يبدو لا يعني بالضرورة أن نظم أسعار الصرف المرنة قد أصبحت مناسبة لكل زمان ومكان. بل إن نجاح وفعالية مثل هذه السياسات تفترض، كما تطرقت إليه أحد أوراق العمل، الوصول إلى مرحلة نضج وتقدم القطاع المالي.

أنا سعيد أيضا أن ندوتنا هذه تتيح المجال للتطرق إلى مشروع دول مجلس التعاون الخليجي في إنشاء عملة موحدة وهل من الأفضل أن يعتمد المثبت المشترك لهذه العملة على عملة عالمية واحدة أو أكثر من ذلك؟

أنا واثق بأن أوراق العمل المطروحة في هذه الندوة تعطي المجال لاثارة كثير من المواضيع المتعلقة بنظم أسعار الصرف والتي بالتأكيد تتعلق بشكل أو بآخر بأوضاعنا العربية، الأمر الذي آمل أن يسمح لنا بعمل مقارنات مفيدة من شأنها المساعدة على تطوير نظم وسياسات أسعار الصرف في دولنا العربية.

لا يفوتني بالطبع وبهذه المناسبة أن أشكركم على تلبية دعوتنا بالحضور والمشاركة في هذه الندوة كما لا يفوتني أن أشيد بالتعاون القائم بين صندوق النقد العربي وصندوق النقد الدولي في كثير من المجالات وخاصة بين معهد صندوق النقد الدولي ومعهد السياسات الاقتصادية بصندوق النقد العربي في مجال التدريب وتنظيم الندوات وحلقات العمل.

لا يفوتني كذلك أن أشكر معدي أوراق عمل هذه الندوة والشكر بالطبع موصول إلى معالي سلطان السويدي محافظ المصرف المركزي بدولة الإمارات العربية المتحدة على تكرمه بالمشاركة معنا في افتتاح هذه الندوة.

لم يبق لي في هذه الافتتاحية القصيرة إلا أن أتمنى لكم إقامة طيبة وندوة موفقة.

والسلام عليكم ورحمة الله وبركاته.

# الفصل الأول

## حصيلة الندوة

**د. علي توفيق الصادق و د. علي البلبل و د. محمد عمران***

ناقشت الندوة موضوع "نظم وسياسات أسعار الصرف" من خلال استعراض خمس أوراق هي: المنظور التاريخي لاختيار نظام سعر الصرف قدمها د. مايكل بوردو، أستاذ اقتصاد في جامعة رتجرز بالولايات المتحدة الأمريكية؛ وعملة موحدة لدول مجلس التعاون الخليجي: بعض الاعتبارات بخصوص نظام سعر الصرف قدمها د. نوري إرباس من دائرة الشرق الأوسط بصندوق النقد الدولي؛ وسياسة سعر الصرف في المكسيك، قدمها د. الفريدو كويفاس، مستشار البنك المركزي المكسيكي؛ وسياسة سعر الصرف في مصر، قدمها د. محمود محي الدين، أستاذ الاقتصاد المالي، جامعة القاهرة؛ وسياسة سعر الصرف في المغرب، قدمها د. بشير حمدوش أستاذ اقتصاد تطبيقي، المعهد الوطني للإحصاء والاقتصاد التطبيقي بالرباط.

نقدم في هذه الحصيلة ملخصاً لأهم القضايا التي طرحت والاستنتاجات التي تم التوصل إليها.

عرضت الورقة الأولى، التي قدمها مايكل بوردو، شرحاً مستفيضاً حول المنظور التاريخي لاختيار نظام سعر الصرف. كان الاختيار في بداية القرن العشرين واضحاً ويتمثل في الانضمام إلى قاعدة الذهب حيث فعلت ذلك كل البلدان المتقدمة. ومع بداية القرن الواحد والعشرين أصبح الاختيار أيضاً واضحاً ويتمثل في أسعار الصرف العائمة كما فعلت كل البلدان المتقدمة ذلك. وبالنسبة للبلدان الأخرى فقد حاولت محاكاة البلدان المتقدمة ولكنها واجهت مصاعب في عمل ذلك.

* الصادق، مدير معهد السياسات الاقتصادية، والبلبل، اقتصادي أول بالمعهد وعمران، اقتصادي بالمعهد.

واستخلص بوردو من الأدلة الفعلية عن نظم أسعار الصرف خلال قرن من الزمان، وفي ظل ظروف نقدية واقتصادية وسياسية وأمنية مختلفة، معايير ونتائج اختيارات نظم سعر الصرف يمكن إيجازها بالتالي:

- كانت أسعار الصرف الاسمية أكثر استقراراً في ظل قاعدة الذهب وأقل استقراراً في الفترة 1919-1930 حيث كان التعويم والمضاربات وتخفيض العملات.
- كانت معدلات تضخم الأسعار الأدنى في فترتي قاعدة الذهب وقابلية الدولار للتحويل حتى عام 1971.
- لا توجد علاقة واضحة بين نظم أسعار الصرف والنتائج الاقتصادية الحقيقية، فمعدلات النمو الاقتصادي الكلي على الأمد المتوسط والطويل لم تتأثر بنظم أسعار الصرف.

وإضافة إلى ما تقدم، ومنذ عام 1971، عندما توقفت قابلية التحويل للدولار،

- تختلف أدلة الواقع الفعلي فيما يتعلق بنظم سعر الصرف عن الأدلة الرسمية.
- تشير تجارب سعر الصرف المعوم بارتباطه بالنمو دون التضخم، ولكن أسعار الصرف الآخذة بالانخفاض ترتبط بتضخم مرتفع وبنمو سلبي متدن.

وفي أعقاب إنشاء نظام بريتون وودز عام 1944. واجهت البلدان صعوبات في التوصل إلى سعر صرف تعادل يتسق مع ميزان المدفوعات، كما أن أزمات العملة التي اكتنفت إعادة تنسيق أسعار التعادل كل ذلك أدى إلى مناقشة مستمرة حول أسعار الصرف الثابتة مقابل أسعار الصرف المرنة. ويستند الاختيار بين سعر الصرف الثابت وسعر الصرف العائم (حسب تحليل منديل 1962) إلى مصادر الصدمات، حقيقية كانت أو اسمية، ومدى حركة رأس المال. ففي الاقتصاد المفتوح وفي ظل حرية حركة رأس المال، فإن سعر الصرف العائم يحمي الاقتصاد من الصدمات الحقيقية، مثل انخفاض الصادرات أو تغير معدلات التبادل التجاري. وفي المقابل فإن سعر الصرف الثابت يوفر حماية من الصدمات الأسمية مثل تغير الطلب على النقود. ولقد أدى هذا التحليل إلى ما يسمى "بالثلاثية المستحيلة" التي تتجسد في التالي:

تستطيع البلدان أن تختار اثنين فقط من ثلاثة أوضاع ممكنة: أسواق رأس مال مفتوحة، واستقلال نقدي وأسعار صرف ثابتة. وفي ظل العولمة وزيادة حركة رأس المال، فإن الخيار يصبح بين نظام التعويم أو نظام الربط الثابت.

وأشارت الورقة إلى أن منطقة العملة المثلى هي "منطقة من الأمثل أن تكون لها عملة واحدة وسياسة نقدية واحدة". ومعايير تحديد منطقة العملة المثلى هي: تماثل الصدمات في الدول الأعضاء، ودرجة الانفتاح ودرجة حركة اليد العاملة، والقدرة على إجراء التحويلات المالية. كما أثارت الورقة السؤال: ما هو أفضل ترتيب لسعر الصرف؟ والجواب هو أنه "ليس هناك نظام عملة واحد يمثل أفضل نظام لكل البلدان، وحتى فيما يتعلق ببلد معين قد لا يكون هناك نظام واحد يمثل أفضل نظام في جميع الأوقات".

وتناولت الورقة الثانية، التي أعدها جورج عابد ونوري إرباس وبهروز غويرامي، موضوع نظام سعر الصرف الأمثل في إطار الاتحاد النقدي المتوقع في عام 2010 لدول مجلس التعاون الخليجي. وكما هو معلوم، فإن دول مجلس التعاون تتصف باقتصادات متشابهة – حصة النفط كبيرة في الناتج والصادرات والإيرادات الحكومية – جعلت من سياسة تثبيت أسعار الصرف فعلياً للدولار الأمريكي سياسة صائبة وداعمة للاستقرار، نظراً لأن تجارة النفط الدولية مقومة بالدولار بالإضافة إلى أن قسم كبير من الثروة المالية لدول مجلس التعاون مقومة بالدولار أيضاً. هذا بالطبع وضع قيوداً على مدى فعالية السياسة النقدية وأعطى الأولوية للسياسة المالية في تفعيل الاقتصاد الخليجي في ظل التقلبات العالمية لسعر النفط. وبالرغم من ذلك، طرح المؤلفون احتمال اتباع سياسة سعر صرف أكثر مرونة بغية ضمان القدرة التنافسية للصادرات غير النفطية مع تنوع اقتصادات مجلس التعاون عبر الوقت. كما قد يكون للربط بالدولار آثار سلبية على استقرار صادرات وواردات بلدان مجلس التعاون إزاء التقلبات في أسعار الصرف التقاطعية بين عملات بلدان مجلس التعاون والعملات الرئيسة الأخرى غير الدولار. وفي هذا الصدد يعتمد تفضيل الربط بالآخر بصورة حيوية على مرونة الصادرات والواردات من وإلى الولايات المتحدة ومن وإلى سائر أنحاء العالم.

ومع انطلاقة اليورو والدور المهم الذي يلعبه كعملة عالمية تطرح الورقة السؤال التالي: هل يمكن للاتحاد النقدي لمجلس التعاون تحقيق مكاسب بدرجة كافية لتبرير التحول من الربط السائد بالدولار إلى الربط بسلة تتكون من الدولار واليورو؟ وعلى هذا الأساس، تعرض الورقة نموذجاً بسيطاً للاستقرار الخارجي يقدم تقديرات مرونة للمكونات المختلفة للحساب التجاري وتفحص إمكانية تحسين الاستقرار إذا تم التحول إلى الربط بسلة من الدولار واليورو. ويزعم النموذج أنه في حالة عدم وجود دلالة إحصائية لأثر التقلب في سعر الصرف الحقيقي للدولار على مكونات الحساب التجاري مع وجود دلالة إحصائية لأثر التقلبات في سعر الصرف الحقيقي لليورو فعندها يحبذ الربط *باليورو*، والعكس صحيح. أما إذا وجد دلالة إحصائية لأثر التقلبات في سعري الصرف الحقيقي لكل من الدولار واليورو، فعندها ينبغي اختيار الوزن الترجيحي للدولار واليورو في *سلة* العملة بحيث يكون التأثير المجمع للتقلبات في سعري الصرف في حده الأدنى، وعلى أثره يمكن تقليل التقلبات في مكونات الحساب التجاري إلى حدها الأدنى أيضاً. وتشير نتائج التقدير بوضوح إلى التحيز إلى *الدولار* لتقليل عدم استقرار المجملات التجارية إلى حدها الأدنى، وهذا يعني أن الربط بسلة من الدولار واليورو لن يتفوق بالضرورة على الربط بالدولار فيما يتعلق بتحسين الاستقرار الخارجي.

ومع هذا، تشير الورقة أنه على الأمد البعيد ومع تنوع صادرات بلدان مجلس التعاون ومحافظها المالية، يمكن أن تزداد أهمية القدرة التنافسية لهذه البلدان في الأسواق العالمية، وحينئذٍ قد يصبح من المرغوب فيه اتباع سياسة سعر صرف أكثر مرونة. ومن الممكن البدء في تطبيق استراتيجية انتقالية تتضمن ربط تقليدي إلى سلة من عملتين تعتمد على أنصبه مجلس التعاون من التجارة وتكوين الأصول الخارجية. ولكن تجدر الإشارة هنا، أن ضمان الاستقرار الخارجي والقدرة التنافسية لا يمكن أن يتحققا من خلال استخدام أداة واحدة، ألا وهي اختيار نظام لسعر الصرف. فتحقيق هذه الأهداف يتطلب أدوات إضافية ، كتلك المتعلقة بسياسات الأجور والأسعار وتطوير العمالة المحلية والقطاع الانتاجي غير النفطي.

وعلى الرغم من أن الورقة قد ركزت على نظام سعر الصرف المستحسن اتباعه في نطاق الاتحاد النقدي لدول مجلس التعاون، فلا يجب أن ننسى أن هذا عاملاً واحداً في مسار الوحدة

النقدية. فالاتحاد النقدي يتطلب التزاماً بتحويل كبير للسيادة ورغبة في دعم مؤسسات فوق وطنية. كما هنالك الحاجة إلى تحضير مؤسسي مكثف، وقواعد مالية وحرية حركة لراس المال وسياسة منافسة إقليمية وتحركاً صوب تكامل سوق العمالة وغيرها من سياسات ومعايير التقارب الاقتصادي. وكما يطرح المعقب للورقة، هنالك تحديين رئيسيين لمسار العملة المشتركة بين بلدان مجلس التعاون في الفترة المقبلة، وهما أولاً التشويه في سوق العمالة وعدم مرونة هيكل الأجور وثنائيته، وثانياً عدم المسؤولية في السياسات المالية العامة المتبعة وضرورة وضع قواعد للسيطرة على هذه السياسات أو على الأقل تنسيقها.

واستعرضت الورقة الثالثة التي قدمها الفريدو كويفاس تجربة المكسيك مع نظام سعر الصرف المعوم منذ كانون الأول/ ديسمبر 1994، عندما فقد البيزو ما يقارب من نصف قيمته مقابل الدولار الأمريكي. فقد بين بأن هذا الخيار، الذي اعتبر مرحلياً آنذاك حتى تتحسن أوضاع الاقتصاد المكسيكي نتيجة الأزمة المالية التي ألمت به، قد برهن على جدواه وحظي على المزيد من التقدير بحيث أبقى عليه حتى تاريخه. وتتضمن الورقة تحليلاً يضحض الرأي القائل أن المكسيك تتبع فعلياً نظام تعويم موجه بسبب "خوفها من التعويم". ويرجع هذا في الغالب إلى عدم الأخذ بالاعتبار وضع المكسيك الذي استوجب إعادة تكوين احتياطياتها الدولية بعد أزمة ميزان المدفوعات في عام 1995، إذ فسر بعض المراقبين – بشكل مغالط – تراكم الاحتياطيات كدليل على أن السلطات النقدية تتبع سياسة سعر صرف مدار.

وبعدها تستعرض الورقة مزايا ونقاط ضعف كل من نظامي سعر الصرف الثابت والمعوم، وتؤكد في هذا المجال أن أشهر النتائج التي وردت في الأدبيات بشأن اختيار نظام سعر الصرف هي "الثلاثية المستحيلة": إذا كان تدفق رؤوس الأموال حراً بدون قيود في دولة ما، فهذه الدولة ليس لها سياسة نقدية مستقلة، كما لا يمكنها أيضاً ضمان استقرار سعر الصرف فيها. وتعرض مزايا سعر الصرف الثابت بأنها تتمخض عن تجارة أكثر قوة وتدفقات استثمارية أكبر حجماً (خصوصاً إذا ثبتت الدولة عملتها تجاه عملة شريكها التجاري الرئيسي) وعن استجلاب معدلات تضخم منخفضة وثبات للأسعار من دولة العملة الصعبة. أما أحد نقاط الضعف الأساسية لنظام سعر الصرف الثابت فهي الزيادة الحتمية في سعر الصرف الحقيقي التي تنشأ نظراً لتأخر انخفاض معدلات التضخم. وبالنسبة لنظام سعر الصرف

المرن، فتتسم المزايا في قدرة الدولة على أن تتكيف مع الصدمات وامتصاص آثارها وفي فعالية السياسة النقدية التي تبقى رهناً لأهداف السلطات النقدية؛ وأما عن مثالب سعر الصرف المرن، فهي تتمثل في معدلات تضخم وتجارة خارجية غير مستقرة نتيجة التقلب في سعر الصرف.

ويلي هذا الطرح عن مزايا ومثالب نظم سعر الصرف إجابة على السؤال التالي: هل خسرت المكسيك في تخليها عن نظام سعر الصرف الثابت في عام 1994؟ والإجابة على هذا السؤال في الأساس أن المكسيك لم تخسر الكثير. فعلى صعيد إجمالي التجارة، فقد ازداد متوسط معدل نمو التجارة من 14.8% خلال فترة 1989-1993 إلى 16.5% خلال فترة 1994-2001 (وكان التغيير من جانب الصادرات من 11.1% إلى 18.1%)، ويعود السبب في ذلك إلى اتفاقية التجارة الحرة بين الولايات المتحدة وكندا والمكسيك والرواج الاقتصادي في الولايات المتحدة خلال الفترة الأخيرة. وبالرغم من أن التدفقات الرأسمالية بقيت على حالها خلال الفترتين، فإن تكوينها انتقل في أغلبيته نحو الاستثمار الأجنبي المباشر الذي وصل إلى ما يقارب 18 بليون دولار في 2001. أما على صعيد التضخم، فقد وصلت نسبة التضخم إلى 52% في 1995 ولكنها انخفضت إلى ما دون العشرة في المائة في 2001 بسبب اتباع السلطات النقدية إلى سياسة مكافحة التضخم التي نفذت في إطار *استهداف نسبة التضخم*. وقد أدت *مصداقية* السياسة المضادة للتضخم إلى جعل التضخم وتوقعاته وتعديلات الأجور كلها تتقارب نحو نسبة التضخم المستهدفة. وعلى هذا الأساس، تزعم الورقة بأن المكسيك لم تخسر المزايا التي يتصف بها نظام سعر الصرف الثابت بانتقالها إلى نظام سعر صرف معوم. في الحقيقة أيضاً، أن النظام المعوم قد أتاح للسلطات النقدية أن تتبع سياسة نقدية مستقلة تستجيب لمختلف الصدمات (كالأزمة الروسية في 1998 والكساد في الولايات المتحدة في 2001-2002) ويتم تنفيذها من خلال استخدام التسوية النقدية الرسمية المستهدفة كأداة للتدخل في أسعار الفائدة في السوق. وفي هذا المجال، تفترض الورقة أيضاً أن مع اكتساب البنك المركزي المزيد من المصداقية في مكافحة التضخم، فإن الانتقال من توقعات التضخم إلى سلوك تحركات الأسعار والأجور قد يعتمد بقدر أقل على تحركات سعر الصرف، وأصبح يعتمد بقدر أكبر على نسب التضخم المستهدفة. وفي الخلاصة، فإن تجربة المكسيك تؤيد الفكرة بأن نظام سعر صرف معوم مقترن بإطار نقدي يهدف إلى استهداف

التضخم يخول السلطات النقدية على الحصول على سياسة نقدية مستقلة وفعالة بالإضافة إلى تحقيق معدلات تضخم منخفضة. وأخيراً، يلفت المعقب النظر إلى أن نظام سعر الصرف في المكسيك يبدو أنه مدار أكثر من معوم،وأن تجربة المكسيك هي ربما فريدة من نوعها لقربها الجغرافي وعلاقتها المميزة مع الولايات المتحدة الأمريكية.

واستعرضت وناقشت الورقة الرابعة، التي قدمها د. محمود محي الدين، تجربة مصر في إدارة سعر الصرف خلال الفترة 1970-2001. ولقد أشارت الورقة بداية بأن عدم التوافق بين القيمة الأسمية لسعر الصرف الرسمي والقيمة التوازنية له والتقلبات الزائدة في معدلات سعر الصرف الحقيقي يؤديان إلى تكاليف كبيرة في شئون الرفاه الاجتماعي. في ضوء ذلك قدمت الورقة تقديرات لسعر صرف التوازن الحقيقي للجنيه المصري خلال الفترة 1970-2001.

وتستمد الورقة أهميتها من حقيقة أن عدم توافق سعر الصرف الحقيقي مع سعر الصرف الرسمي له مردود سلبي على الأداء الاقتصادي للدولة ككل. فقد يؤدي وجود سعر صرف مغالى فيه، أي مقوم بأعلى من قيمته الحقيقية إلى حدوث عدم توازن في الاقتصاد الكلي مع ضعف الأداء الاقتصادي. ويتمثل ذلك في ارتفاع معدلات التضخم، وزيادة معدلات البطالة، وارتفاع الأسعار النسبية للصادرات مما يودي لتقليل القدرة التنافسية للدولة، وبالتالي تدهور الموقف الخارجي واستنزاف احتياطيات النقد الأجنبي، وهذا كله يؤثر سلبياً على وضع ميزان المدفوعات. هذا، ولقد استعرضت الورقة المراحل المختلفة التي مر بها الاقتصاد: مرحلة التأميم وتدخل الدولة الكامل في الأنشطة الاقتصادية بداية من عقد الستينات من القرن الماضي، ثم مرحلة الانفتاح أو ما يطلق عليها سياسة الباب المفتوح، وتلى ذلك محاولات الإصلاح الاقتصادي كرد فعل للصدمات الخارجية خلال النصف الثاني من عقد الثمانينات، وأخيراً مرحلة الإصلاح الاقتصادي الشامل أو ما يطلق عليه برنامج الإصلاح الاقتصادي والذي بدأ منذ أوائل التسعينات حتى الوقت الراهن.

كذلك تناولت الورقة بشكل مفصل تطورات سعر الصرف بشقيه الأسمى والحقيقي خلال نفس المدة، وأبرزت ثلاث مراحل رئيسة: مرحلة ما قبل مايو 1987 والتي كانت مصر تتبع فيها

نظام تعدد أسعار الصرف وتميزت بارتفاع الرقم القياسي لسعر الصرف الحقيقي، ثم الفترة من مايو 1987 حتى فبراير 1991، والتي حاولت خلالها الحكومة تحديد سعر مبدئي للعملة يقارب الأسعار السائدة في السوق. وأدى ذلك لإعادة توازن سعر الصرف مع انخفاض سعر الصرف الحقيقي للجنيه بصورة كبيرة في الفترة من 1989-1991 نظراً لأن الفترة السابقة تميزت بارتفاع في قيمة الجنيه. أما المرحلة الثالثة فبدأت بعد فبراير 1991 بإلغاء نظام تعدد أسعار الصرف وتقديم سعر صرف موحد، مع اختيار عملة الدولار كمثبت أساس، وتخفيض سعر الصرف الأسمى مع إبقاء القيود على راس المال. وأدى ذلك لانخفاض الرقم القياسي لسعر الصرف الحقيقي بدرجة كبيرة في البداية، وأعقب ذلك فترة من استمرار ارتفاع الرقم القياسي لسعر الصرف امتدت حتى عام 1999. ولقد أدى الارتفاع في قيمة سعر الصرف خلال الفترة من 1994-1999 إلى تقليل قدرة الاقتصاد على المنافسة الدولية في الوقت الذي عانت فيه الدولة من التدهور الشديد في كل من الميزان التجاري وحساب رأس المال نتيجة لانخفاض عوائد السياحة، وأسعار النفط، والأزمة الآسيوية. ولقد أدت كل هذه العوامل إلى ضغط فعال على القيمة الأسمية لسعر الصرف الرسمي في مصر، والذي بدأ منذ منتصف 1999 مما أدى لانخفاض سعر الصرف الحقيقي مرة أخرى.

أما بالنسبة لسعر الصرف في السوق السوداء، فلقد أظهرت الدراسات أن سعر الصرف الحقيقي في السوق السوداء كان مستقراً خلال فترة الدراسة، حيث لم يشهد تغيرات مفاجئة كما حدث مع الرقم القياسي لسعر الصرف الحقيقي في السوق الرسمية. ثانياً، أن سعر الصرف الحقيقي في السوق السوداء قد أظهر ارتفاعاً حقيقياً في قيمته في الاتجاه طويل الأجل بخلاف قيمته في السوق الرسمية. ولكن في أعقاب توحيد وتحرير سوق الصرف الأجنبي في عام 1991، أوضح المؤشران سلوكاً متشابها حتى نهاية التسعينات، إلى أن ظهرت علاوة السوق السوداء وبدأت تتصاعد مرة أخرى محدثة انخفاضاً حقيقياً في المؤشرين.

أما الجزء التطبيقي من الورقة، فلقد اعتمد على النموذج المعياري لـ Edward (1989)، وهو نموذج تفضيلي ديناميكي بسيط لاقتصاد صغير مفتوح يتكون من قطاعين أساسين هما: قطاع السلع الداخلة في التجارة، وقطاع السلع غير الداخلة في التجارة. ولقد أوضحت تقديرات سعر الصرف التي توصلت إليها الدراسة التطبيقية أن سياسات سعر الصرف المتبعة

أدت لحدوث عدم توازن كبير خلال الفترة التي غطتها الدراسة (1970-2001). وبمزيد من التفصيل فإن نتائج الدراسة وجدت أن هناك بعض الأساسيات الاقتصادية التي تحدد سعر الصرف التوازني الحقيقي في مصر وهي معدلات التبادل التجاري، الاستهلاك الحكومي، تكوين رأس المال، تدفقات رأس المال إلى الخارج، ودرجة الانفتاح الاقتصادي للدولة. هذا، ولم يتبع سعر صرف التوازن الحقيقي أى اتجاه محدد، ولكن مساره ومسار سعر الصرف الفعلي الحقيقي كانا متلازمان لحد كبير. ومع ذلك فلقد حدثت فترات عدم توازن بين سعر الصرف الفعلي وسعر صرف التوازن الحقيقي تمثلت في التقدير بأقل من القيمة خلال فترتي 1979-1981 نتيجة لتخفيض العملة في 1979 ،و1993-1999، بسبب تخفيض قيمة العملة بالإضافة للسياسات الكلية المتشددة نتيجة لبرنامج الإصلاح الاقتصادي. وفيما يخص المغالاة في القيمة فلقد حدثت مرتين نتيجة للسياسات الكلية التوسعية في الفترة من 1982-1989 وكذلك 1994-1999

وخُلصت الورقة أخيراً لأهمية تبني نظام أكثر مرونة لسعر الصرف في مصر يعتمد على الأساسيات الاقتصادية الكلية والوضع الخارجي للاقتصاد، مع البحث عن نقطة تثبيت اسمية أخرى غير القائمة حالياً. ونادت الورقة بأهمية اتباع سياسة استهداف التضخم بوصفة إطاراً مهماً عند اتخاذ السياسات النقدية المختلفة في مصر.

أما الورقة الخامسة، التي أعدها وقدمها د. بشير حمدوش، فلقد استعرضت وناقشت تجربة المغرب في إدارة سعر الصرف والسياسات المتعلقة به خلال الفترة 1980-2001. بينت الورقة دور تلك السياسات وفعاليتها من خلال تسليط الضوء على السمات الرئيسة لنظام الصرف وعمليات السداد الخارجي وكذلك الجوانب التنظيمية لعملية إدارة سعر الصرف، ومن ثم النتائج المترتبة على هذه السياسات والآفاق المرتبطة بها في السياق الإقليمي والدولي.

ولقد أوضحت الورقة أن عقدي الثمانينات والتسعينات يختلفان عن العقود السابقة حيث أنه لم يعد هناك وجود فعلي أو أهمية تذكر لأسعار الصرف الثنائية التي كانت سارية قبل عام 1973. فقد تم ربط الدرهم بسلة خاصة من العملات الأجنبية، يتم تكوينها وفقاً للأهمية النسبية للعملات الرئيسة التي تدخل في مبادلات الدولة وعمليات سداده الخارجي.

وأشارت الدراسة إلى أن سعر صرف الدرهم المغربي قد انخفض بشدة مقابل العملات الأخرى – بعد أن ظل ثابتاً نسبياً خلال فترة الستينات والسبعينات – وأن الجزء الرئيسي من هذا الانخفاض قد حدث في الفترة 1980-1987، وخاصة منذ عام 1983 والذي شهد بداية تطبيق برنامج التصحيح الهيكلي. ولقد عرفت تلك الفترة أيضاً تحرراً متنامياً لنظام السداد الخارجي مدعوماً بتطبيق برنامج الإصلاح الهيكلي (1983-1992)، والذي أتاح للمغرب الموافقة على المادة الثانية من النظام الأساسي لصندوق النقد الدولي وسمح للدرهم أن يكون قابلاً للتحويل في العمليات الجارية في أوائل عام 1993.

وبالنسبة للجوانب التنظيمية لإدارة سعر الصرف، فإن تحديد قيمة الدرهم تتم من خلال البنك المركزي بشكل حر من خلال تدخله على مدار اليوم بالبيع والشراء، وذلك فيما يتعلق بعملياته مع البنوك، وعلى البنوك الا تتجاوز حدود الأسعار التي يضعها بنك المغرب عند تعاملها مع العملاء، وإن كانت هذه الحدود أصبحت غير ملزمة للبنوك في الوقت الراهن. وعلى الرغم من تطور سوق الصرف في المغرب خلال السنوات القليلة الماضية، إلا أن السوق ما زال بحاجة للمزيد من التحرر والتطوير.

ولقد لعبت سياسة سعر الصرف في المغرب دوراً ملموساً في برنامج التصحيح الهيكلي، وكانت الأهداف المعلنة لخفض قيمة الدرهم المغربي خلال تلك الفترة تتمثل في استعادة توازن ميزان المدفوعات وتحرير المبادلات التجارية وتشجيع الصادرات، بالإضافة إلى إعادة التوازن لحساب المدفوعات الجارية.

ولقد أوضحت الورقة أن سياسة سعر الصرف حققت بعض النتائج الإيجابية، كما أنها أدت لبعض الجوانب السلبية. فبالنسبة للإيجابيات فلقد تمثلت في زيادة الصادرات الصناعية واستعادة توازن حساب العمليات الجارية. أما الجوانب السلبية فيمكن التمييز بين نتائج ضارة، وهي عرضية، غير مرتبطة مباشرة بسعر الصرف وأخرى سلبية مرتبطة بها مباشرة. فمن ناحية النتائج العرضية الضارة فلقد تمثلت في تدهور الميزان التجاري خلال الفترة من 1980-1985، وذلك قبل أن يبدأ في استعادة توازنة مرة أخرى في السنوات التالية. كذلك أدت سياسة سعر الصرف إلى زيادة تركيز الصادرات حسب المنتج وحسب وجهة

التصدير. أما النتائج السلبية المرتبطة مباشرة بسياسة سعر الصرف فتركزت في زيادة التضخم لأكثر من 10% منذ عام 1981، ولم ينخفض عن هذه النسبة (10%) إلا بداية من عام 1985. كذلك زيادة الضغط على الأموال العامة نظراً لزيادة عبء الدين العام عند حسابه بالعملة المحلية، وارتفاع نفقات دعم المنتجات الاستهلاكية الأساسية المستوردة.

وتشير الورقة إلى أن وجود قدر من عدم التجانس والتنسيق بين سياسة سعر الصرف والسياسات الاقتصادية الكلية في إطار برنامج التصحيح الهيكلي من حيث الإجراءات المستخدمة وترتيب استخدام الأدوات المتاحة والتتابع والتسلسل في خطوات الإصلاح أدت لهذه النتائج السلبية. وتتطلع الورقة لرؤية مستقبلية لسياسة سعر الصرف في المغرب في ظل العولمة والإقليمية وتأثيراتهما على المبادلات الدولية. أضف لذلك تعرض نواحي متعددة في العالم لفوضى نقدية وأزمات مالية تطول كل الاقتصادات ويجعلها – خاصة الصغيرة منها – عرضة لأزمات محتملة. وفي هذا الصدد فإن المغرب يجب أن تكون لدية رؤية وخيار استراتيجي وذلك من خلال المقارنة بين الإبقاء على الوضع الراهن أو ربط الدرهم باليورو أو اتباع سياسة مختلفة لسعر الصرف.

وخلصت الورقة إلى أن الابقاء على نظام سعر الصرف الحالي مع إدخال نوع من المرونة عليه قد يساعد على استخدام رشيد لسعر صرف يتفق وأهداف السياسة الاقتصادية وسياسة التنمية مع الأخذ في الاعتبارات المتغيرات الدولية الخارجية. كما أكدت الورقة في خلاصتها على أن سياسية سعر الصرف يجب النظر إليها على أنها أداة من أدوات السياسة الاقتصادية، ويتعين استخدامها بالتنسيق مع الأدوات الاقتصادية الأخرى لتحقيق تجانس بينهم وبما يحقق أهداف التنمية للبلد ككل.

# الفصل الثاني

# المنظور التاريخي لإختيار نظام سعر الصرف

د. مايكل بوردو*

## مقدمة

تطور اختيار نظام سعر الصرف تطوراً كبيراً في السنوات المائة الأخيرة. ففي بداية القرن العشرين كان الاختيار واضحا: "انضم إلى قاعدة الذهب، فلقد فعلت كل البلدان المتقدمة ذلك." وما أسعار الصرف العائمة والعملات الورقية إلا للبلدان المسرفة فحسب. وفي بداية القرن الواحد والعشرين، أصبح الاختيار أيضاً واضحاً...اختر أسعار الصرف العائمة، فلقد فعلت كل البلدان المتقدمة ذلك.[1] وعلاوة على ذلك حاولت الأسواق الناشئة في تلك الفترتين أن تحاكي البلدان المتقدمة ولكنها صادفت في حالات عديدة مصاعب جمة لتحقيق ذلك (Bordo and Flanders 2003). ماذا حدث في القرن الماضي وأدى إلى هذه الأعمال البارعة؟

---

* بروفيسور اقتصاد، جامعة روتجرز، نيوجيرسي، الولايات المتحدة الأمريكية.

[1] كان هناك، في الفترة السابقة لعام 1914، عدد من الاتحادات النقدية ومجالس العملة. وساد في تلك الفترة نوعان من الاتحادات النقدية: الاتحادات الدولية مثل الاتحاد النقدي اللاتيني والاتحاد النقدي الاسكندنافي اللذان انطويا أساساً على ترتيبات للتوحيد القياسي للعملات الذهبية والفضية وموازنة المدفوعات؛ والاتحادات النقدية الوطنية مثل الولايات المتحدة وألمانيا وإيطاليا التي انطوت على الاندماج الاقتصادي والسياسي التام للدول الأعضاء التي أصبحت لها عملة مشتركة (Bordo and Jonung 2000). ومجالس العملة التي نشأت في هذه الفترة كانت تديرها بريطانيا وفرنسا في عدد من المستعمرات التابعة لهما (Schwartz 1992).

يتسم الاختيار اليوم، بطبيعة الحال، بأنه أكثر تعقيدا عما أشرت اليه. والواقع أنه لا يوجد اليوم خيارات فحسب ولكن هناك خيارات عديدة تبدأ من التعويم المحض وتمر عبر الكثير من الترتيبات الوسيطة إلى الربط الجامد مثل مجالس العملة، والدولرة، واتحادات العملة.

وفي هذه الورقة سأنظر في هذه المسألة من منظور البلدان المتقدمة التي يتوفر لها الخيار عامة، والبلدان الناشئة التي قلما يتوفر لها الاختيار وتحاكي في أحيان عديدة ما فعلته البلدان المتقدمة. وأما الجزء الثاني فيستعرض بعض المسائل النظرية التي تدخل في ذلك بدءاً من بيان لما هو قائم وما هو غير قائم من النظم. ونناقش أولا معيار Mundell-Fleming وفرعيه: الثلاثية المستحيلة ومنطقة العملة المثلى. ثم ننظر في النهج التي تركز على الموثوقية ومحور الارتكاز الاسمي. وأخيراً ننظر في الرأي الثنائي القطب الذي يؤكد على الموثوقية والتطور المالي. وأما الجزء الثالث فيدرس الدليل التجريبي على تحديد النظم وأدائها الكلي. والجزء الرابع يوفر عرضا تاريخياً موجزاً للنظم النقدية. وأما الجزء الخامس فيختتم بعدد من المسائل المتعلقة بالسياسة العامة.

## ثانياً: المسائل النظرية من منظور تاريخي

لقد تطورت قائمة نظم أسعار الصرف على امتداد القرن الماضي في الوقت نفسه مع التطورات الحاصلة في النظرية وبنفس السرعة. وسأستعرض فيما يلي بعض التطورات الرئيسة من منظور تاريخي. وقبل أن أفعل ذلك سأقدم في الجدول (1) قائمة حديثة لترتيبات أسعار الصرف.

### 1. ترتيبات أسعار الصرف الحديثة

يتضمن الجدول (1) قائمة تحتوي على تسعة ترتيبات سائدة اليوم. وهي مرتبة من أعلى إلى أسفل حسب درجة الثبات. وتتضمن الترتيبات الثابتة الحديثة: الترتيبات الثابتة بحق مثل منطقة الفرنك للجماعة المالية الأفريقية؛ ومجالس العملة التي تستحوذ فيها السلطة النقدية على مائة في المائة من الاحتياطات بالعملة الأجنبية مقابل القاعدة النقدية، ويزداد وينكمش فيها

العرض من الأموال تلقائيا مع حالة ميزان المدفوعات ولا يكون فيها دور للسياسة النقدية الاستنسابية بما في ذلك المقرض الأخير؛ والدولرة التي تذهب خطوة أخرى إلى الأمام وتقضي على العملة الوطنية تماما؛ واتحادات العملة التي تأخذ فيها الدول الأعضاء بنفس العملة.

وتتراوح الترتيبات الوسيطة من: الربط القابل للتعديل الذي يمكن في إطاره للبلدان أن تعدل دوريا عمليات الربط الخاصة بها؛ إلى الربط المتحرك الذي يعدل فيه الربط بانتظام في مجموعة من عمليات تخفيض القيمة؛ إلى الربط بسلة عملات الذي يحدد فيه سعر الصرف حسب سلة مرجحة من العملات الأجنبية؛ إلى المناطق أو النطاقات المستهدفة التي تتدخل فيها السلطات عندما يصل سعر الصرف إلى هوامش معلن عنها من قبل على أى من جانبي سعر التعادل المركزي.

وتنقسم أسعار الصرف العائمة إلى: أسعار الصرف العائمة الحرة التي لا تتدخل فيها السلطات وتسمح فيها لسعر الصرف بأن تحدده قوى السوق؛ وأسعار الصرف العائمة الموجهة التي يتم التدخل فيها للمساندة.

والخط الفاصل بين الترتيبات الثابتة والترتيبات الوسيطة هو ما إذا كانت السياسة الرامية إلى التثبيت تمثل التزاما مؤسسيا. والخط الفاصل بين الترتيبات الوسيطة وترتيبات التعويم هو ما إذا كان هناك نطاق مستهدف محدد تتدخل السلطة في إطاره (Frankel 2002).

**الجدول (1): نظم أسعار الصرف**

**أولا: الترتيبات الثابتة**

(1) اتحادات العملة

(2) مجالس العملة (الدولرة)

(3) أسعار الصرف الثابتة بحق

**ثانيا: الترتيبات الوسيطة**

(1) الربط القابل للتعديل

(2) الربط المتحرك

(3) الربط بسلة عملات

(4) المناطق أو النطاقات المستهدفة

**ثالثا: أسعار الصرف العائمة**

(1) أسعار الصرف العائمة الموجهة

(2) أسعار الصرف العائمة الحرة

المصدر: Frankel (1999).

**2. المنظورات النظرية**

كان الرأي التقليدي بشأن اختيار نظام سعر الصرف منذ قرن مضى من الزمان غاية في البساطة. فلقد كان الاختيار من ناحية بين قواعد العملات المعدنية وأسعار الصرف الثابتة، ومن ناحية أخرى بين العملات الورقية والتعويم. وكان الرأي السائد هو أن التقيد بقاعدة العملات المعدنية يعني التقيد بعملة مضمونة (فضلا عن السلامة المالية) وتجنب تكاليف المعاملات المتعلقة باستبدال عملة بعملة أخرى. وبحلول عام 1900، كانت معظم البلدان قد تخلت عن قاعدتي الفضة والمعدنين وتقيدت بقاعدة الذهب. واعتبرت العملة الورقية والتعويم خروجا جذريا على الاستقرار المالي والنقدي، ولم يكن يسمح بهما إلا في حالات الطوارئ المؤقتة مثل الحروب أو الأزمات المالية. وكان ينظر بعدم الارتياح إلى البلدان التي اتبعت نظام العملة الورقية وعومت أسعار الصرف على نحو دائم مثل النمسا، وهنغاريا، وأسبانيا.

وفي فترة ما بين الحربين، كانت العودة إلى قاعدة الذهب قصيرة الأمد، وانتهت بالكساد الكبير. وسبق العودة إلى قاعدة الذهب، والفترة التي تلت ذلك تعويم واسع النطاق. وكان المنظور المعاصر بشأن تجربة التعويم في فترة ما بين الحربين هو أنها اقترنت بمضاربات مزعزعة للاستقرار وبتخفيض للقيمة يؤدي إلى إفقار الجار (Nurkse 1944). وكان هذا التصور هو السبب الجذري لإيجاد أساس الربط القابل للتعديل والخاص ببريتون وودز (Bretton Woods) في عام 1944. وكانت ترتيبات العملة التي انضمت إليها بلدان عديدة

عقب بريتون وودز تقوم على الدمج بين أسعار الصرف المربوطة وسعر التعادل المحدد بالدولارات، والدولار المربوط بالذهب، والنطاقات الضيقة البالغة 2.5% حول سعر التعادل، والحق في تغيير سعر التعادل في حالة حدوث عدم اتساق أساسي. وكان من المفترض أن تجمع هذه الترتيبات بين مزايا قاعدة الذهب (العملات المضمونة) ومزايا التعويم (المرونة والاستقلال).

وأدت الصعوبات التي واجهتها البلدان الأعضاء في التوصل إلى سعر تعادل يتسق مع توازن ميزان المدفوعات وأزمات العملة التي اكتنفت إعادة تنسيق أسعار التعادل في السنوات الأولى بعد إنشاء نظام بريتون وودز (Bordo 1993) إلى تمهيد السبيل إلى مناقشة دائمة حول أسعار الصرف الثابتة مقابل أسعار الصرف المرنة. وأيد Friedman (1953) في رده على الرأي التقليدي لـ Nurkse النزعة الحديثة إلى التعويم. ويرى Friedman أن التعويم له ميزة الاستقلال النقدي والحماية من الصدمات الحقيقية، وأنه آلية للتعديل في وجه الجمود الأسمى أقل إعاقة من أسعار الصرف المربوطة. [2]

وسع Mundell (1963) تحليل Friedman إلى عالم من حركة رأس المال. ووفقا لتحليله وتحليل Fleming (1962) يرجع الاختيار بين سعر الصرف الثابت وسعر الصرف العائم إلى مصادر الصدمات، حقيقية كانت أو أسمية، ودرجة حركة رأس المال. ففي الاقتصاد المفتوح الذي يتسم بحركة رأس المال، يوفر سعر الصرف العائم الحماية من الصدمات الحقيقية، مثل التغير في الطلب على الصادرات أو في معدلات التبادل التجاري، في حين يكون سعر الصرف الثابت مرغوبا في حالة الصدمات الاسمية مثل حدوث تحول في الطلب على النقد.

وأدى نموذج Mundell-Fleming إلى تطورين هامين في نظرية اختيار نظام سعر الصرف: الثلاثية المستحلية؛ ومنطقة العملة المثلى. ووفقا للثلاثية المستحيلة، لا تستطيع البلدان أن تختار سوى اثنين فقط من ثلاث نتائج ممكنة: أسواق رأس المال المفتوحة،

---

[2] افترض Friedman أن السلطات النقدية ستقوم على أساس الاستقلال النقدي باتباع سياسات نقدية مستقرة.

والاستقلال النقدي، وأسعار الصرف المربوطة. ووفقا لهذا الرأي ، انتعشت قاعدة الذهب مع أسواق رأس المال المفتوحة وأسعار الصرف المربوطة، لأن الاستقلال النقدي لم يكن ذا أهمية كبيرة. وانهارت قاعدة الذهب فيما بين الحربين لأن السياسة النقدية الموجهة نحو تأمين العمالة التامة أصبحت تكتسي بالأهمية. وجمع نظام بريتون وودز بين أسعار الصرف المربوطة والاستقلال النقدي، بالتغاضي عن الضوابط الواسعة النطاق على رأس المال. وانهارت قاعدة الذهب أيضا في وجه الصعوبة المتزايدة لمنع حركة رأس المال ( Obstfeld and Taylor 1998). وأفضت الثلاثية المستحيلة مؤخراً إلى الرأي الثنائي القائل بأنه مع زيادة حركة رأس المال يصبح الاختيار الممكن الوحيد لنظام سعر الصرف بين الربط الجامد الفائق (اتحادات العملة، أو الدولرة، أو مجالس العملة) والتعويم؛ والواقع أن البلدان المتقدمة اليوم إما تعمد إلى التعويم أو تكون جزءاً من الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي.

وتعرف منطقة العملة المثلى على أنها "منطقة من الأمثل أن تكون لها عملة واحدة وسياسة نقدية واحدة" (Frankel 1999). واستخدم هذا المفهوم لوضع المعايير لإنشاء اتحاد نقدي يتسم بأسعار صرف جامدة تماما بين أعضائه الذين يتبنون سياسة نقدية مشتركة، وللمقارنة بين أسعار الصرف الثابتة مقابل أسعار الصرف العائمة. وتضمنت المعايير التي وضعها Mundell (1961)، Kenen (1969)، و McKinnon (1963)، لإيجاد منطقة عملة مثلى مثل أوروبا، تماثل الصدمات في الدول الأعضاء، ودرجة الانفتاح، ودرجة حركة اليد العاملة، والقدرة على إجراء التحويلات المالية.

وبعبارة بسيطة، وعلى أساس نظرية منطقة العملة المثلى، تزداد مزايا أسعار الصرف الثابتة وفقا لدرجة التكامل. وتشير النهج المتبعة مؤخرا إلى أن معايير منطقة العملة المثلى تنطبق أيضا بمعنى ارتجاعي، أي أن الانضمام إلى اتحاد عملة بترويج التجارة والتكامل يزيد من التلازم بين الصدمات (Frankel and Rose 2002).

### 3. الموثوقية واختيار نظام سعر الصرف

ثمة مجموعة مختلفة من المعايير لاختيار نظام سعر الصرف بخلاف تلك القائمة على مزايا التكامل مقابل مزايا الاستقلال النقدي، وتقوم هذه المجموعة على مفهوم محور الارتكاز الأسمي. وفي بيئة يسودها التضخم الشديد، مثلما كان عليه الحال في معظم البلدان في السبعينات والثمانينات، كان ينظر إلى الربط بعملة بلد ينخفض فيه مستوى التضخم على أنه آلية التزام مسبق ترتكز عليها التوقعات التضخمية.

واستندت هذه الحجة إلى النظرية التي وضعها Barro and Gordon (1983) اللذان يناقشان قضية المصرف المركزي الذي يستخدم سياسة نقدية استنسابية لأحداث تضخم مفاجئ من أجل تخفيض مستوى البطالة. ويثبت Barro and Gordon أن النتيجة، مع التوقعات الرشيدة، ستتمثل في زيادة التضخم دون حدوث أي تغيير في العمالة لأن الآثار التضخمية لأعمال المصرف المركزي ستدخل في مطالب العمال فيما يتعلق بالأجور. والسبيل الوحيد لدرء هذا التصرف غير المتسق مع الوقت هو إنشاء آلية للالتزام المسبق أو وضع قاعدة نقدية.

وفي الاقتصاد المفتوح، قد يؤدي سعر الصرف المربوط إلى تعزيز آلية الالتزام المسبق هذه، على الأقل إذا كانت التكاليف السياسية لكسر الربط كبيرة بما فيه الكفاية. واستخدمت هذه الحجة على نطاق واسع في الثمانينات لتأييد قضية آلية أسعار الصرف في أوروبا، وفي التسعينات لتأييد مجالس العملة وغير ذلك من عمليات الربط الجامد في البلدان الانتقالية أو الناشئة.

### 4. محاور الارتكاز الاسمية المحلية

لقيت قضية التعويم أيضا الدعم من الأعمال النظرية بشأن المصداقية والاتساق مع الوقت. ويتسق تصميم مجموعة من السياسات المحلية التي تؤدي إلى تخفيض التضخم وإلى توقعات طويلة الأجل بتضخم متدني المستوى مع الاستقلال النقدي الذي يقترن بأسعار الصرف

العائمة. ويمثل إنشاء مصارف مركزية مستقلة (مستقلة عن تمويل العجوزات المالية) ووضع أهداف لتخفيض التضخم في عدد من البلدان المتقدمة استراتيجية محلية للالتزام المسبق (Svenson 2002).

### 5. منظورات الأسواق الناشئة

أدت الموجة الأخيرة من أزمات الأسواق الناشئة في التسعينات إلى توجيه الانتباه إلى محنة البلدان التي فتحت أسواقها المالية. ولقد كان لدى معظم البلدان التي ألمت بها الأزمات أسعار صرف مربوطة. وكانت هذه الأزمات، وفقا للرأى الذي يأخذ بالثلاثية المستحيلة، إشارة إلى أن أسواق رأس المال المفتوحة، والاستقلال النقدي، وعمليات الربط لا تتسق مع بعضها البعض الآخر، كما حدث للبلدان المتقدمة في بريتون وودز وآلية أسعار الصرف الأوروبية في عام 1992. وبناء على ذلك، طرح مراقبون عديدون وجهة النظر الثنائية القطب القائلة بأن الخيار ين الوحيدين لهذه البلدان هما إما الربط الجامد الفائق أو التعويم.

غير أن البلدان الناشئة تواجه مشاكل خاصة تجعل هذا التقسيم الثنائي البسيط أكثر صعوبة عما هو وارد هنا. ففي المقام الأول، تستبعد أزمات العملات في حالة الربط الجامد مثل مجالس العملة (أو الدولرة) (إذا ما اتبع مجلس العملة) إلا أنه يظل بالمستطاع حدوث أزمات مصرفية لا يمكن احتواؤها دون وجود سلطة نقدية (Chang and Velasco 2001). ويرتبط بعدم القدرة على القيام بدور المقرض الأخير عدم القدرة على توفير المرونة في السياسة النقدية لمقابلة الصدمات الحقيقية الخارجية. وعلاوة على ذلك، يكون إنشاء مجلس للعملة أو الذهاب إلى خطوة أخرى أبعد من ذلك والإقدام على عملية الدولرة أكثر نجاحا لو كانت العملة المختارة للربط عملة بلد لديه تبادل تجاري واسع النطاق مع البلد الناشئ ولديه تاريخ من الاستقرار النقدي.

أما الأمر الثاني فهو ما يسمى بمشكلة "الخطيئة الأولى" (Eichengreen and Hausmann 1999). وبالنظر إلى أن الكثير من البلدان الناشئة يكون متخلفا ماليا وقد يكون له تاريخ من التضخم المرتفع والتسيب المالي، فلا يكون بوسعه أن يقترض بعملاته على

الأجل الطويل أو أن يقترض على الصعيد الخارجي إلا بعملات أجنبية مثل الدولار. ومن شأن هذا في رأى ايشنغرين وهاوسمان أن يعرض هذه البلدان إلى مشاكل خطيرة فيما يتعلق بآجال الاستحقاق وعدم تناسب العملات. ويمكن أن يؤدي تخفيض سعر العملة، في وجه أزمة تتعلق بها إلى مشاكل خطيرة في الميزانية، وإلى حالات إفلاس واسعة النطاق، وإلى عجز عن دفع الديون. وهذا هو ما حدث في شرق آسيا في التسعينات، وما حدث أيضا عندما خرجت الأرجنتين من مجلس عملتها في عام 2001. وتخلق "الخطيئة الأولى" مشاكل للبلدان الناشئة التي تأخذ بالتعويم بل وتلك التي تأخذ بالربط الجامد.

وثمة مشكلة ثالثة تواجهها البلدان الناشئة التي تأخذ بالتعويم وهي أن تخفيض قيمة العملة قد لا يكون له أثر على الاقتصاد الحقيقي في وجه الربط الواسع النطاق برقم قياسي أو تاريخ من التضخم المرتفع. وهكذا قد تكون هناك عملية انتقال كبيرة جدا من سعر الصرف إلى مستوى الأسعار، وقد يؤدي تخفيض قيمة العملة في حالة الخطيئة الأولى، كما هو وارد أعلاه، إلى حالة انكماش.[3]

وتعني هذه المشاكل أن الترتيبات الوسيطة قد يكون لها مع ذلك دور تضطلع به فيما يتعلق بهذه البلدان. ومن الأهمية بمكان أيضا التمييز من ناحية بين البلدان الناشئة المتوسطة والكبيرة التي تكون لديها إمكانية اتباع سياسات البلدان المتقدمة واعتماد محاور ارتكاز اسمية محلية مثل استهداف التضخم مع المصارف المركزية المستقلة وتسير في هذا الاتجاه، ومن ناحية أخرى بين البلدان الناشئة الصغيرة الشديدة الانفتاح التي قد يكون أفضل سبيل لها هو اتحادات العملة.

[3] وإن كان Cespedes, Chang, and Velasco (2002) يثبتون أن الآثار الإيجابية التي تعزز الطلب الإجمالي والتي يشير إليها Mundell-Fleming قد تفوق هذه الآثار السلبية على الميزانية الختامية.

**ثالثاً: القياس والأداء**

من الأهمية الفائقة، لدى الإقدام على الاختيار السليم لنظام سعر الصرف، أن يكون هناك قدر من الدليل التجريبي على الأداء الاقتصادي. وقد وضعت مواد واسعة النطاق للرد على السؤال الذي يقول ما هو النظام الذي يكون له أفضل الأداء. إلا أنه لا بد لنا، قبل مناقشة ما يقوله هذا الدليل فيما يبدو، أن ننظر في سؤال منهجي هام وهو، كيف نصنف نظم أسعار الصرف؟

ويوجد ردان على هذا السؤال: إما النظام القانوني أو النظام الفعلي. أما النظام الأول فيضع قائمة بالنظم مثلما يرد في الجدول (1)، ثم يصنف البلدان وفقا لما تقول أنها تفعله. وهذا هو النهج الذي اتبعه صندوق النقد الدولي ومؤلفون مثل Ghosh et al (2002). والمبرر الذي يقوم عليه هذا النهج هو أن الإعلان عن النظام له آثار استشرافية هامة على الموثوقية.

وأما النهج الثاني الذي يتبعه مؤلفون مثل Calvo and Reinhardt (2000) و Levy-Yeyati and Sturznegger (2001) فيبدأ بافتراض أن البلدان لا تفعل بالضبط ما تقول أنها تفعله لأسباب شتى منها "الخوف من التعويم" وانعدام الموثوقية. ويحاول هذا النهج علاج هذه المشكلة باستخدام التصرف الملحوظ لسعر الصرف، والاحتياطات الدولية، ومتغيرات أخرى لاستنباط مخطط للتصنيف على أساس فعلي.

ولعل أبرز دراسة استخدمت مخطط التصنيف على أساس قانوني هي تلك التي أجراها Fischer (2001) الذي يقدم دليلا على حدوث عملية تفريغ. ففي الفترة من 1991 إلى 1999 انخفضت نسبة البلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي التي تتبع نظام وسيط من 62% (98 بلدا) إلى 34% (63 بلدا). وارتفعت نسبة البلدان الأعضاء التي تأخذ بالربط الجامد من 16% (25) إلى 24% (45) في حين ازدادت نسبة البلدان التي تأخذ بالتعويم من 23% (36) إلى 42% (77). ومع ذلك فإن Frankel (2002) يذهب في آخر نظرة له على البيانات ذات الصلة إلى أن عددا أكبر من البلدان الناشئة اختار في العقد الماضي أسعار الصرف المرنة بدلا من الربط الجامد. وصل Larain and Velasco (2001) أيضا إلى

نتيجة مماثلة إذ يبين جدولهما الأول أن 36% من البلدان النامية كان لها في عام 1976 ترتيبات للربط، وفي عام 1996 كان 45% فقط من البلدان لديه نوع ما من الربط و52% لديه ترتيبات مرنة لأسعار الصرف.

ويشكك معسكر النهج القائم على أساس فعلي في جدوى هذه البيانات لان الكثير من البلدان التي تأخذ بعملية الربط تجري في أحيان كثيرة عمليات تعديل (Obstfeld and Rogoff 1995) ويشار إلى هذه البلدان على أنها بلدان تأخذ بالربط المرن، والكثير من البلدان التي تأخذ بالتعويم تتردد في هذه العملية ويشار إليها على أنها بلدان يصعب عليها التعويم لأنها تخشى التعويم. ومرد ذلك أن هذه البلدان تنظر إلى تخفيضات قيمة العملة على أنها انكماشية بسبب آثارها المناوئة على الميزانية ( Calvo and Reinhardt 2002). ويحاول Levy-Yeyati and Sturznegger (2000) توضيح أسباب هذه المشاكل بوضع مخطط للتصنيف على أساس فعلي يستند إلى تقلب أسعار الصرف والاحتياطات الدولية. وهما يستخدمان أسلوب تحليل المجموعات لتصنيف البلدان إلى ثلاث مجموعات، مجموعة ذات أسعار صرف مربوطة، ومجموعة ذات أسعار صرف وسيطة، ومجموعة ذات أسعار صرف مرنة. ويؤكد دليلهما للتسعينات الوجود الهام لكلا المجموعتين، المجموعة التي تأخذ بالربط المرن والمجموعة التي يصعب عليها التعويم. والواقع أنهما يتشككان في الدليل على علمية التفريغ، فهما يجدان نفس العدد الممثل في كل من هذه المجموعات الثلاث.

وأخيراً، وفي ورقة صدرت مؤخراً، يضع Reinhardt and Roggoff (2002) مخططاً جديداً للتصنيف. وهما يستخدمان قاعدة جديدة للبيانات عن العملات الثنائية والموازية فضلا عن سرد لتاريخ أسعار الصرف لكل الأعضاء في الصندوق في نصف القرن الماضي، لوضع مخطط يتضمن 15 فئة. كما أنهما يميزان بين التعويم من جانب البلدان التي يرتفع فيها مستوى التضخم (السقوط الحر) والتعويم من جانب بلدان أخرى. ويجدان، مثلهما في ذلك مثل Levy-Yeyati and Sturznegger (2002)، دليلا واسع النطاق على البلدان التي تأخذ بالربط المرن وتلك التي يصعب عليها التعويم. فمنذ الثمانينات كان ما يزيد على

50% من أسعار الصرف العائم على أساس قانوني أسعار صرف مربوطة على أساس فعلي، وما يقرب من نصف أسعار الصرف المربوطة على أساس قانوني أسعار صرف عائمة.

**1. الدليل: الصورة على الأجل الطويل**

ما هو الدليل على الأداء الاقتصادي الكلي لمختلف ترتيبات أسعار الصرف؟ قد يكون من المفيد، قبل دراسة التجربة الأخيرة، إعطاء معلومات أساسية تاريخية موجزة. وتورد الأشكال (1) و (2) و (3) سلاسل زمنية لعدد 14 بلداً متقدماً في الفترة من 1880 إلى 1995 فيما يتصل بثلاثة متغيرات رئيسة.[4] وهذه هي التقلبات في أسعار الصرف مقاسة بوصفها معدل التغير المطلق في لوغرتم أسعار الصرف، والتضخم في الرقم القياسي لأسعار المستهلكين، والنمو في نصيب الفرد من الدخل. وتتضمن الأشكال خطوطاً عمودية تبين نظم أسعار الصرف عامة: قاعدة الذهب التقليدية (1880-1914)؛ والحرب العالمية الأولى، وفترة ما بين الحربين، والحرب العالمية الثانية (1914-1945)؛ وبريتون وودز (1946-1971) التي تنقسم بدورها إلى الفترة السابقة للقابلية للتحويل (1946-1959) وفترة القابلية للتحويل (1960-1971)؛ والتعويم الموجه الأخير منذ عام 1971. وفي إطار هذه النظم العالمية لأسعار الصرف، اتبعت بلدان شتى ترتيبات مختلفة في فترات مختلفة، إلا أننا يمكن أن نذكر بوجه عام فيما يتعلق بهذه البلدان البالغ عددها 14 بلداً أنه: في فترة قاعدة الذهب تقيدت معظم البلدان بأسعار الصرف الثابتة؛ وفي فترة ما بين الحربين، باستثناء قاعدة الصرف بالذهب (1926-1931) كان لدى معظم البلدان شكل أو آخر من التعويم؛[5] وفي إطار بريتون وودز، ومع استثناء رئيسي واحد وهو كندا 1950-1961 التي لجأت إلى التعويم، كان لدى معظم البلدان ربط قابل للتحويل؛ ومنذ عام 1971 أخذت معظم البلدان بالتعويم الموجه، باستثناء رئيسي واحد وهو بلدان آلية أسعار الصرف.

---

[4] هذه البلدان هي: بلجيكا، وكندا، والدنمرك، وفنلندا، وفرنسا، وألمانيا، وإيطاليا، واليابان، وهولندا، والنرويج، والسويد، وسويسرا، والمملكة المتحدة، والولايات المتحدة.

ويمكننا دون الدخول في تفاصيل تجارب بلدان معينة، أن نعطي بعض التعميمات العريضة.[6] أولا فيما يتعلق بأسعار الصرف: اتسمت فترة قاعدة الذهب وفترة بريتون وودز التي سادتها القابلية للتحويل بالاستقرار الشديد؛ واتسمت فترة الحربين وما بين الحربين والفترة الأولى من بريتون وودز بعدم الاستقرار الشديد؛ واتسم النظام الحالي بقدر معتدل من التقلب.

ثانياً فيما يتعلق بالتضخم: بلغ التضخم أدنى مستوى له في أثناء فترة قاعدة الذهب وفترة بريتون وودز التي سادتها القابلية للتحويل، وبلغ أعلى مستوى له في أثناء الحروب. واتسمت فترة السبعينات وأوائل الثمانينات بالارتفاع النسبي للتضخم في فترة السلم. وقد انخفض التضخم منذ أواسط الثمانينات إلى مستويات تعيد إلى الأذهان النظامين اللذين سادتهما القابلية للتحويل. ويشير هذا الدليل إلى أهمية التقيد بمحاور ارتكاز اسمية موثوقة، وهي الذهب قبل عام 1914، والذهب والدولار في فترة بريتون وودز، واستهداف التضخم وغير ذلك من محاور الارتكاز الاسمية المحلية منذ أوائل الثمانينات (Bordo and Shwartz 1999).

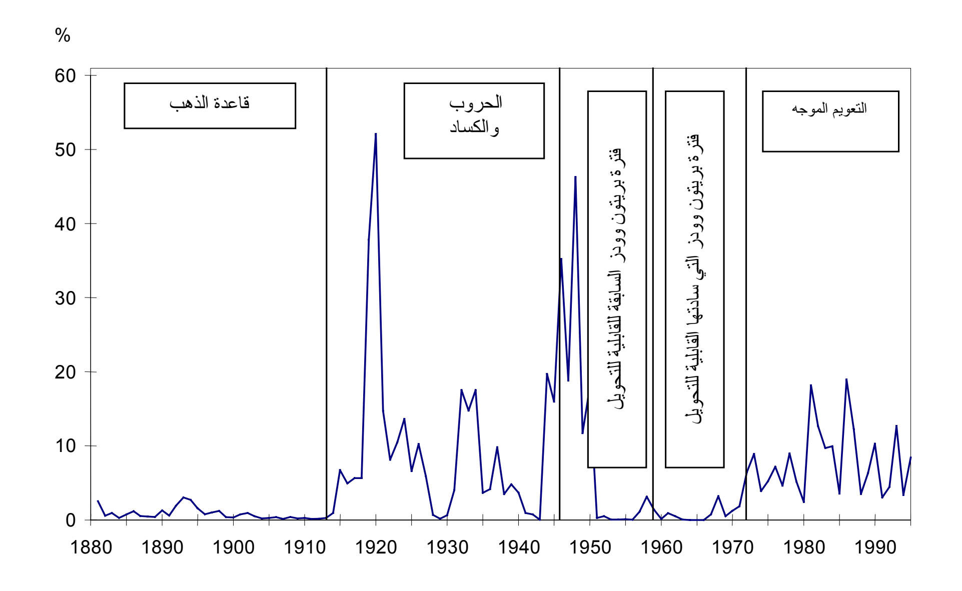
وأخيراً، وباستثناء النمو المفرط في الارتفاع الذي حدث عقب الحرب العالمية الثانية والذي يبين إلى حد كبير الانتعاش في أوروبا، لا يبدو أنه توجد صلة تذكر على الأجل الطويل بين نظام سعر الصرف والنمو الاقتصادي.

---

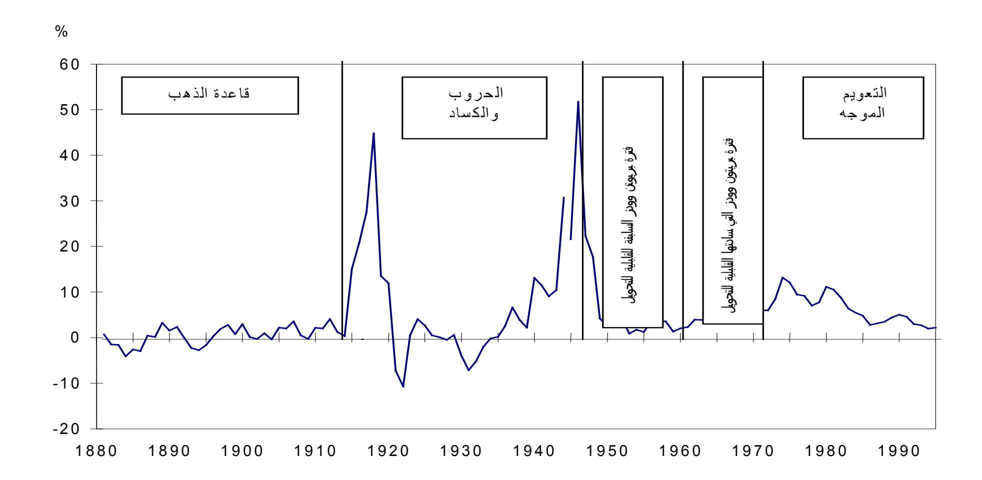
[5] يتضمن هذا حالات أسماها Reinhardt and Rogoff "السقوط الحر" (التعويم من جانب بلدان يرتفع فيها مستوى التضخم) ..التضخم المرتفع في العشرينات في أوروبا والتعويم الموجه في بقية الفترة (2001).

[6] للإطلاع على مزيد من التفاصيل، أنظر (2001) Bordo and Jonung.

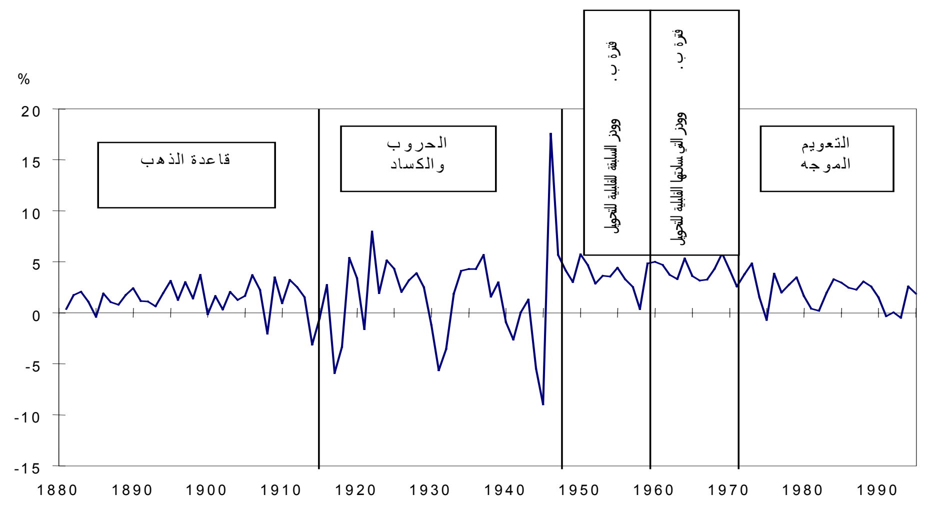
**الشكل (1): تقلب أسعار الصرف 1881 – 1995 (نسب مئوية)**




**الشكل (2): تقلب في الرقم القياسي لأسعار المستهلكين (التضخم) 1881 – 1995 (نسب مئوية)**



**الشكل (3): نمو نصيب الفرد من الدخل بالقيمة الحقيقية 1881-1995 (نسب مئوية)**




### 2. الدليل: التجربة الحديثة

يقدم الجدول (2) دليلا على الأداء الاقتصادي الكلي فيما يتعلق بالتضخم ونمو نصيب الفرد من الدخل بالقيمة الحقيقية لكل البلدان التي يغطيها صندوق النقد الدولي للعقود الثلاثة الأخيرة. كما أنه يقارن بعض النتائج الرئيسة لمخطط التصنيف على أساس قانوني ومخطط التصنيف على أساس فعلي.

ويقارن الجزء (ألف) البيانات المستقاة من الدراسات التي أجراها Levy-Yeyati and Sturznegger (LYS) مع التصنيف على أساس قانوني الخاص بصندوق النقد الدولي لثلاث فئات عامة: نظام التعويم، والنظام الوسيط، ونظام الربط. ووفقا للتصنيف على أساس قانوني، توجد في البلدان التي تأخذ بنظام التعويم أعلى معدلات نمو ومعدلات تضخم عالية، تليها في ذلك البلدان التي تأخذ بنظام الربط التي يوجد فيها أدنى معدلات التضخم. ويرى LYS أن البلدان التي تأخذ بالنظام الوسيط يوجد بها أعلى معدلات التضخم، تليها في ذلك البلدان التي تأخذ بالتعويم ثم البلدان التي تأخذ بالربط. إلا أن المعيارين كليهما يؤيدان الحكمة المشتركة والدليل التاريخي اللذين يقولان أن عمليات الربط تؤدي إلى تضخم أقل.

وفيما يتعلق بنمو نصيب الفرد من الدخل بالقيمة الحقيقة، يشير التصنيف الخاص بصندوق النقد الدولي إلى أن البلدان التي تأخذ بالنظام الوسيط يحدث بها أعلى نمو، وأن البلدان التي تأخذ بنظام التعويم يحدث بها أقل نمو. بينما يرى LYS أن البلدان التي تأخذ بنظام التعويم يوجد بها أعلى نمو تليها في ذلك البلدان التي تأخذ بنظام الربط، ثم تلك التي تأخذ بالنظام الوسيط. ومن المحتمل أن هذه النتائج تبين إعادة التصنيف التي أجراها LYS للبلدان التي تخشى التعويم على أنها تأخذ بنظم وسيطة، وبهذا بقيت البلدان المتقدمة بصفة أساسية في فئة البلدان التي تأخذ بالتعويم.

ويقارن الجزء (ب) الدليل الذي يأتي من دراسة Reinhardt and Rogoff (RR) مع مخطط التصنيف على أساس قانوني الخاص بصندوق النقد الدولي. ويشير RR إلى وجود خمسة نظم وتقسم هذه الدراسة التعويم إلى ثلاث فئات: التعويم الحر، والسقوط الحر (خاص بالبلدان التي يوجد بها معدل مرتفع من التضخم ومعدل انخفاض في قيمة العملة يزيد على 40%) والتعويم الموجه. وتنطوي عمليات الربط على ربط جامد، في حين تتسم بقية الفئات بمرونة محدودة، وتختلف نتائج النظام القائم على أساس فعلي لدى RR اختلافا كبيرا عن نتائج النظام القائم على أساس قانوني والنتائج التي وصل إليها LYS. ولأن هذه النتائج تستبعد السقوط الحر من التعويم فإنها تأخذ الأداء الجيد من حيث التضخم للبلدان الواردة في الشكل (1). كما أن الربط الجامد لا يبدو أنه علاج شاف للتضخم. وأخيراً يكون أداء النمو أفضل بكثير لدى بلدان التعويم الحر. وهذه نتيجة تماثل تلك التي وصل أليها LYS.

وقصارى القول، يختلف الدليل القائم على أساس فعلي بشأن الأداء اختلافا كبيرا عن الأداء القائم على أساس قانوني المأخوذ من صندوق النقد الدولي. وحقيقة أن كلاً من LYS و RR، رغم استعمالهما لمنهجيات مختلفة اختلافاً كبيراً، يرى أن التعويم يقترن بارتفاع معدل النمو ،وأنه لا يقترن بارتفاع معدل التضخم الذي نلمسه في التصنيف على أساس قانونـــي،

توحي بأن الطريقة التي يتم بها تصنيف النظم تؤثر تأثيراً هاماً على مسألة اختيار النظام.[7]

**الجدول (2): تصنيف أسعار الصرف على أساس قانوني مقابل أساس فعلي**

| | | | (أ): (2000 و 2001) LYS: 1974-1999 (سنوي ) و154 بلداً | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| التضخم | | | | | | نمو دخل الفرد الحقيقي | | | | |
| | عائم | وسيط | مربوط | | | عائم | وسيط | مربوط | | |
| صندوق النقد الدولي | 22.3 | 20.2 | 16.7 | | | 1 | 2 | 1.2 | | |
| LYS | 14.2 | 38.3 | 9.7 | | | 1.9 | 0.8 | 1.5 | | |
| | | | (ب) : (2002) RR: 1970–2001 (سنوي) و 153 بلداً | | | | | | | |
| التضخم | | | | | | نمو دخل الفرد الحقيقي | | | | |
| | التعويم الحر | السقوط الحر | التعويم الموجه | التعويم المحدود | الربط | التعويم الحر | السقوط الحر | التعويم الموجه | التعويم المحدود | الربط |
| صندوق النقد الدولي | 174 | غير متوفر | 74.8 | 5.7 | 38.8 | 0.5 | غير متوفر | 1.9 | 2.2 | 1.4 |
| LYS | 9.4 | 443.3 | 16.5 | 10.1 | 15.9 | 2.3 | 2.4- | 1.6 | 2.4 | 1.9 |

[7] وصل Ghosh et al (2002)، باستخدام التصنيف على أساس قانوني، من تراجعات التضخم على نماذج نظم أسعار الصرف وغيرها من المتغيرات مثل النمو النقدي، والانفتاح، وصدمات معدلات التبادل التجاري، إلى أن الاختلافات بين نظم الربط ونظم التعويم تقل كثيراً. وفيما يتعلق بنمو نصيب الفرد من الدخل بالقيمة الحقيقية، لم يجد أي اختلافات هامة فيما بين النظم.

**3. اتحادات العملة والتكامل**

الدليل الأخير الذي نستعرضه بإيجاز هو ما إذا كان الانضمام إلى عملة مشتركة، كما في حالة اتحادات العملة الحديثة أو في إطار قاعدة الذهب التقليدية، من شأنه أن يزيد من حجم التجارة بتقليل تكاليف المعاملات التي ينطوي عليها استعمال عملات متنوعة. وهنا يبدر إلى الذهن سؤالان: هل يؤدي تقلب أسعار الصرف إلى إعاقة التجارة؟ وهل يؤدي الانضمام إلى ترتيبات عملة مشتركة إلى زيادة حجم التجارة؟

ويشير الدليل الذي تم التوصل إليه مؤخراً في عدد من الدراسات التي أجراها واستعرضها Rose (2002) إلى أن تقلب سعر الصرف ليس له أثر يذكر بشكل أو آخر على التجارة ولكن الآثار المباشرة للانتماء إلى أي من اتحادات العملة على التجارة تكون كبيرة جداً وقد تقرب من المضاعفة، ويأتي هذا الدليل من معادلات الخطورة المرهونة بعدد من المتغيرات المؤسسية بشأن التجارة ثنائية لبلدان يبلغ عددها 156 بلداً، 1970 – 1990. ولقي دليل Rose (2000) الشامل هذا فيما بعد التأييد من دليل قائم على سلسلة زمنية ورد في Glick and Rose (2002).

أما Persson (2001)، الذي نزع إلى انتقاد الدراسة الأصلية لـ Rose(2000) بسبب العينة التي استخدمها والتي تكونت أساساً من بلدان صغيرة جداً، وبسبب تقنيات المضاهاة المستخدمة، فقد اتبع أسلوباً بديلا لمضاهاة التجارة الثنائية، ويرى أيضاً أن أثر اتحادات العملة على التجارة أقل بكثير. ويؤيد Kenen (2002) هذه النتائج.

ووسعت أوراق عديدة لم تنشر بعد نطاق نهج معادلة الخطورة الذي تصدرته دراسة Rose (2000) لاتحادات العملة في الآونة الأخيرة لكي يشمل تجربة قاعدة الذهب التقليدية وفيما بين الحربين. ويتضمن النموذج الذي تختبره هذه الأوراق التجارة الثنائية كدالة على حجم التجارة، والمسافة، والاحتكاكات التجارية الأخرى، بما فيها الحماية الجمركية وتقلب أسعار الصرف ومتغيرات غير مؤسسية مثل مختلف ترتيبات العملة.

ووصل Lopez-Cordova and Meissner (2002) إلى نتيجة مؤداها أن قاعدة الذهب التقليدية تزيد تجارة البلد بنسبة 30%، في حين أن الاشتراك في اتحاد عملة رسمي مثل الإمبراطورية النمساوية – الهنغارية، أو الاتحاد النقدي الاسكندنافي يضاعف حجم التجارة. كما أنهما يريان أن تقلب سعر الصرف ليس له أثر يذكر على التجارة. وتؤدي عملية مماثلة اضطلع بها Flandreau and Maurel (2002)على أساس البلدان الأوروبية في فترة ما قبل عام 1914 أساساً إلى نتائج مماثلة. وأخيراً، يرى Estevadeordal, Frantz, and Taylor (2002)، على أساس معادلات الخطورة للفترة 1870 – 1939، أن التقيد بقاعدة الذهب زاد من حجم التجارة العالمية في الفترة الأولى من العولمة بنسبة 25%.

وقد يكون الدليل التجاري على أن الانضمام إلى ترتيب لعملة مشتركة مثل قاعدة الذهب يزيد من حجم التجارة بحوالي 25-30% أكثر أهمية من الدليل المتعلق بالسنوات الأخيرة الذي يقوم في المقام الأول على أساس تجربة بلدان صغيرة جداً. ومثلت قاعدة الذهب ترتيبا غطى كل البلدان الرئيسة. واقتضى التقيد الناجح بها اتباع قواعد سياسية شديدة الصرامة والتماثل. وقد يكون هذا الدليل هاما في المناقشة بشأن مزايا اتحادات العملة للبلدان الرئيسة.[8]

**رابعاً: تاريخ اختيار نظام سعر الصرف**

تطور اختيار نظام سعر الصرف تطوراً كبيراً في القرن الماضي. ويورد الجدول (3) سرداً تاريخياً عاما لنظم أسعار الصرف التي شهدها العالم منذ عام 1880. وقد اتسعت هذه النظم اتساعاً كبيراً من خيار بسيط بين قاعدة الذهب والعملة الورقية إلى 15 نظاماً حددها RR. إلا أن الاختيار الأساسي بين أسعار الصرف الثابتة وأسعار الصرف المرنة ما زال هو لب المسألة.

---

[8] تصل بالفعل دراسة أجراها مؤخراً Micco, Stein, and Ordonez (2002)، الذين يدرسون أثر العمل باليورو في عام 1999 على تجارة الاتحاد الأوروبي إلى نتيجة مفادها أن هذا يزيد من حجم التجارة بنسبة لا تختلف كثيراً عن أثر التقيد بقاعدة الذهب التقليدية منذ قرن من الزمان.

**الجدول (3): سرد تاريخي لنظم أسعار الصرف 1880 – 2000**

| | |
|---|---|
| 1917 – 1880 | العملة المعدنية: قاعدة الذهب (ثنائية المعدن، الفضة)؛ اتحادات العملة، مجالس العملة، التعويم. |
| 1945 – 1919 | قاعدة الصرف بالذهب؛ التعويم؛ التعويم الموجه، اتحادات العملة (ترتيبات)؛ تعويم محض؛ تعويم موجه. |
| 1971 – 1946 | الربط القابل للتعديل في إطار بريتون وودز؛ التعويم (كندا)؛ أسعار صرف ثنائية/ متعددة. |
| 2000 – 1971 | تعويم حر؛ تعويم موجه، ربط قابل للتعديل، ربط متحرك، ربط بسلة عملات، المناطق أو النطاقات المستهدفة؛ أسعار الصرف الثابتة، اتحادات العملة، مجالس العملة. |

والنهج الذي سأتبعه في هذا الجزء هو ألا أكرر ذكر تاريخ النظم النقدية الدولية الذي يغطيه جيداً Eichengreen (1996) و Bordo and Shwartz (1999)، وأن أركز بدلا من ذلك على إجراء مقارنة للنظم النقدية في فترتي العولمة المالية 1880 – 1914 والوقت الحاضر. وتبرز هذه المقارنة مسألتين أساسيتين تكتسيان بالأهمية في الوقت الحاضر: (أ) الخيارات المختلفة التي تواجه البلدان المتقدمة والبلدان الناشئة، (ب) دور التكامل المالي. وفيما يلي ذلك سأدرس تجربة البلدان المتقدمة (المركز) وتجربة البلدان الناشئة (المحيط) من منظور تاريخي.

تقيدت البلدان الأساسية في فترة ما قبل عام 1914: بريطانيا العظمى، وفرنسا، وهولندا، وألمانيا، والولايات المتحدة، فضلا عن عدد من البلدان الأوروبية الغربية الأصغر ودول الكومنولث البريطاني بقاعدة الذهب التقليدية. وكانت قاعدة الذهب قد تطورت بحلول عام 1880 من النظام التاريخي للعملات المعدنية على أساس ثنائية المعدن. ويؤكد التحليل التاريخي الواسع النطاق لهذا التطور على عوامل مثل: حوادث التاريخ... حرب فرانكو بروسيا، والاكتشافات الهائلة من الفضة في الولايات المتحدة، ومحاولات محاكاة بريطانيا

الدولة التجارية الرائدة التي كانت تتقيد على أساس فعلي بقاعدة الذهب منذ عام 1717؛ وشبكة العوامل الخارجية وتكنولوجيا سك النقود.

وكان جوهر قاعدة الذهب التقليدية فيما يخص البلدان الأساسية هو الالتزام الموثوق بالمحافظة على قابلية الذهب للتحويل، أي اتباع قاعدة الذهب. ويمكن النظر إلى التقيد بقابلية الذهب للتحويل على أنه آلية للالتزام للسعي إلى اتباع سياسات نقدية ومالية سليمة Bordo and Kydland (1996). وكان التزام هذه البلدان بقابلية الذهب للتحويل موثوقاً على أساس أدائها السابق. وكانت قاعدة الذهب، علاوة على ذلك، متأصلة في تاريخ طويل من التطور المالي، بدءاً من نشأة الدين العام وخدمته بنجاح ( Rousseau and Sylla 2002).

وكانت القاعدة المتبعة قاعدة شرطية: تقيد بسعر تعادل الذهب إلا في حالات الطوارئ المفهومة تماماً، مثل الأزمات المالية أو الحرب. وفي ظل هذه الظروف، كان يسمح بصفة مؤقتة بالخروج على سعر التعادل، على أساس أنه ستتم العودة إليه ما أن تنتهي حالة الطوارئ ولأن هذه البلدان أبدت استعدادها لاتباع هذه القاعدة، مثل تجربة بريطانيا في الحرب النابليونية وتجربة الولايات المتحدة في الحرب الأهلية، ولإخضاع أهداف السياسة العامة الداخلية للقيود الخارجية، فقد حظيت بالموثوقية التي أتاحت لها فرصة الحصول على قدر من المرونة السياسية العامة الداخلية للقيود الخارجية، كما أتاحت لها فرصة الحصول على قدر من المرونة السياسية قصيرة الأجل، مما مكنها من احتواء الصدمات العابرة. والواقع أن الخروج المؤقت على قاعدة الذهب يقابله تدفق رأسمالي قصير الأجل يحقق الاستقرار. كما يمكن، بالإضافة إلى ذلك، اعتبار نقاط الذهب "نطاقاً مستهدفاً موثوقاً حديثاً، على غرار ما نادى به (1991) Kurgman، سمح للسلطات النقدية بقدر من المرونة لاتباع سياسة نقدية توسعية لتخفيض أسعار الفائدة قصيرة الأجل، ومن ثم التعويض عن النقص في الناتج. ويقابل الانخفاض في أسعار الفائدة قصيرة الأجل ارتفاع في أسعار الصرف، مع توقع استعادة سعر التعادل.

واليوم، توجد لدى البلدان المتقدمة (باستثناء رئيسي هو الاتحاد الأوروبي) أسعار صرف عائمة. ويوجد إلى حد ما قدر من التماثل بين الاتجاه الحالي نحو التعويم وقاعدة الذهب

التقليدية التي وسعت فيها هوامش التقلب لإعطاء مزيد من المرونة. والفارق الرئيسي بين ذلك الحين والآن هو أن محور الارتكاز الأسمى – سعر تعادل الذهب الذي يعمل على أساسه النطاق المستهدف – تم التخلي عنه وحل محله محور ارتكاز أسمى ورقي محلي، مما يسمح بمرونة أسعار الصرف دون القيود التي تكتنف النطاق المستهدف. والنظامان كلاهما متماثلان من حيث الروح لأن كلا منهما يقوم على المصداقية.

وعلى هذا الأساس، يمثل التطور من قاعدة الذهب إلى التعويم الموجه الحاصل اليوم تحسناً تقنياً رئيساً. وقد اعتمد نظام اليوم المصداقية أو ما يسميه Bordo and Shwartz (1999) " مبدأ القابلية للتحويل" لقاعدة الذهب التقليدية دون التكلفة العالية من حيث الموارد وتقلبات سوق الذهب التي عانت منها قاعدة الذهب التقليدية. وكذلك ساعد إيجاد سوق نقد أجنبي عميق وسائل وغيره من الأسواق المالية على العمل السلس لنظام سعر الصرف العائم.

والنتيجة التي تنبثق عن هذا التحليل هي أن البلدان المتقدمة الأساسية التي طورت قبل عام 1914 أسواقا ومؤسسات مالية ونقدية قوية قبل الحرب العالمية الأولى كان يتعين عليها منطقياً أن تلجأ إلى التعويم، وهو الشيء الذي لم تفعله. وتتضمن الأسباب المحتملة لعدم محاولة مواصلة اتباع منطق النطاق المستهدف: الحماية التي وفرها الذهب لحاملي السندات ضد خطر التضخم والمؤيدين السياسيين الذين نشأوا بناء على ذلك والاعتماد على نظام الذهب كعملة.

### 1. السنوات الوسطى: 1914 – 1972

ماذا حدث في السنوات الوسطى التي سادتها اللاعولمة في الفترة من 1914 إلى 1972؟ تعين، وفقا لمبدأ الثلاثية المستحيلة الذي يأخذ به Obstfeld and Taylor (2002) التخلي عن قاعدة الذهب وحركة رأس المال الحرة في البلدان المتقدمة في وجه الطلبات المتزايدة من جمهور متعاظم وعمالة منطقة لتحقيق الاستقرار في دورة الأعمال التجارية.

وفي عام 1925، تمت العودة إلى قاعدة الذهب كقاعدة للصرف بالذهب. واستكملت المصارف المركزية احتياطاتها من الذهب بنقد أجنبي (إسترليني ودولار). ثم انهارت قاعدة الصرف بالذهب في عام 1931. ويعزى قصر حياة هذه القاعدة الأخيرة إلى عدد من الأخطاء القاتلة في تصميمها (Bordo 1993)، وإلى حدوث نقصان في المصداقية، مما يبين أنه كان من نتيجة نمو الديمقراطية أن أصبح الهدف الداخلي للسلطات النقدية هو توفير العمالة الكاملة والمحافظة على قابلية الذهب للتحويل (Eichengreen 1992).

وكانت نتيجة ذلك هي وضع ضوابط على رأس المال في الثلاثينات، والربط القابل للتعديل في فترة بريتون وودز بعد الحرب العالمية الثانية، بيد أن هذا الربط القابل للتعديل توقف في أواخر الستينات وحل محله نظام التعويم الحالي، على إثر السياسات المالية غير المتسقة التي اتبعتها البلدان الرئيسة، ولا سيما الولايات المتحدة التي اتبعت سياسات نقدية ومالية توسعية لتمويل حرب فيتنام، وضغط التكامل المالي الدولي لتجنب الضوابط.

**2. بلدان المركز مقابل بلدان المحيط: بلدان المحيط**

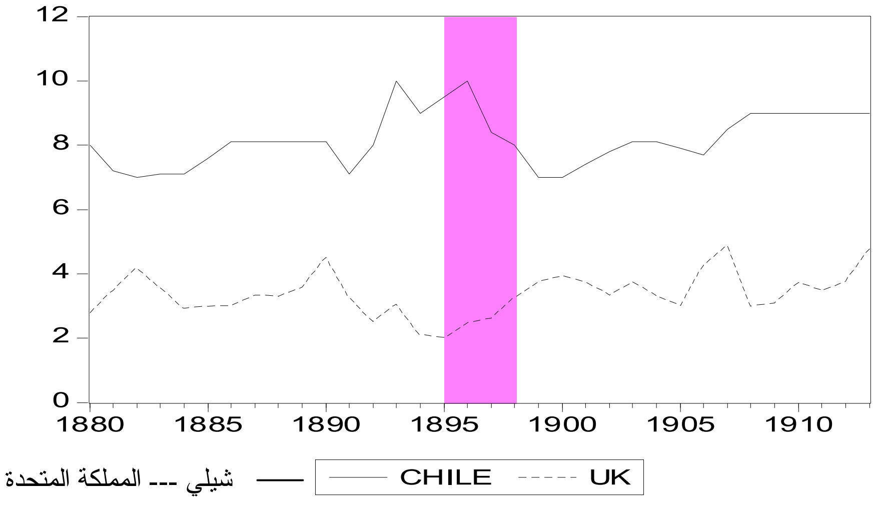
واجهت بلدان المحيط فيما يتعلق بأسعار الصرف تجربة تختلف تمام الاختلاف عن تجربة بلدان المركز في فترة العولمة قبل عام 1914 وكذلك في الفترة الراهنة. ففي فترة ما قبل عام 1914، وعلى النقيض من بلدان المركز، لم تقم بلدان محيط عديدة بتطوير المؤسسات المالية والنقدية التي سمحت في ذلك الحين باتباع قاعدة الذهب على نحو موثوق. ولأن هذه البلدان كانت تفتقر إلى المصداقية، فإنها لم تنعم بالحماية من الصدمات التي يوفرها النطاق المستهدف.

ويمكن للصدمة التي تؤدي إلى تخفيض سعر الصرف في بلد متقدم أن يقابلها مؤقتا تخفيض في أسعار الفائدة كيما ينتعش الناتج من جديد. أما فيما يتعلق بالبلدان المحيطة، فقد يؤدي تخفيض سعر الصرف إلى هروب رأس المال وإلى ضائقات مالية. والسبب وراء إمكانية حدوث ذلك هو أن الأسواق لا تتوقع أن يستعاد سعر الصرف نتيجة لسياسات تصحيحه مقبلة. كما أن هذا يمكن أن يحدث أيضا لأن قدراً كبيراً من الدين الخارجي يكون محدداً بعملة

أجنبية. وبسبب هذه المشكلة، لم يتح التعويم فرصة تذكر لكي تتبع البلدان المحيطة سياسات نقدية نشطة، بالمقارنة بتجربة البلدان المركزية. ولم يؤد اللجوء إلى قاعدة الذهب إلى توفر المصداقية على نحو فوري، كما يتضح من مستويات أسعار الفائدة قصيرة الأجل في عدد من الأعضاء التقليديين في مجموعة البلدان المحيطة.

ويبين الشكل (4أ) إلى (4هـ) أن البلدان الأضعف الأعضاء في نادي الذهب واجهت، حتى عند لجوئها إلى قاعدة الذهب، أسعار فائدة قصيرة الأجل، أعلى مما هو متسق مع هذا السجل لسعر الصرف الفعلي. وهذا يدل إلى حد ما على وجود ما يسمى بمشكلة "البيسو". وتدل أسعار الفائدة قصيرة الأجل العالية التي واجهتها شيلي، أو اليونان، أو البرتغال، أو إيطاليا، أو روسيا في أثناء محاولتها المطولة تجريب قاعدة الذهب على أن المشاكل التي واجهتها البلدان المحيطة الحديثة فيما يتصل بربط أسعار الصرف لها سابقات في 19 بلداً. وحقيقة أنه كان بالمستطاع أن تواجه هذه البلدان، حتى رغم لجوئها إلى قاعدة الذهب، أسعار فائدة عالية قصيرة الأجل يمكن أن تفسر سبب لجوء عدد منها إلى التعويم في نهاية المطاف.

**الشكل (4أ): أسعار الفائدة قصيرة الأجل: شيلي بالمقارنة بالمملكة المتحدة (1880-1913)***

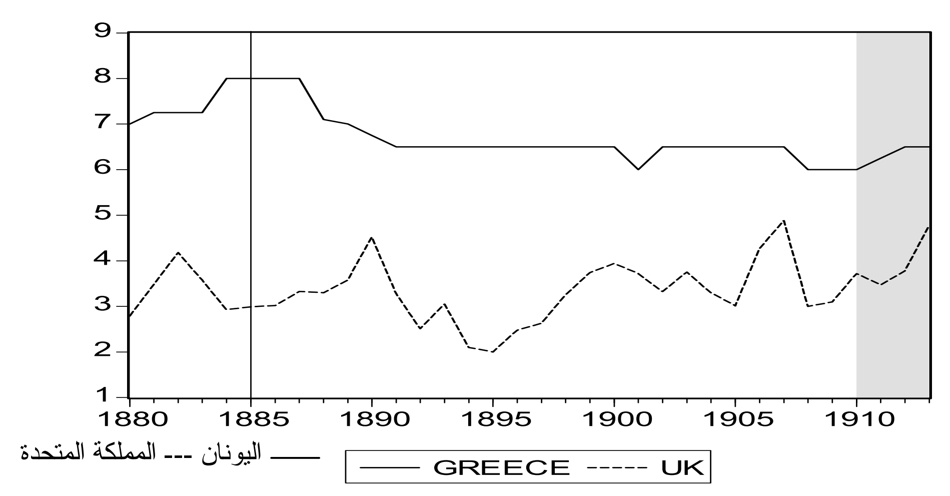



—— شيلي --- المملكة المتحدة

* المنطقة المظللة تمثل الفترة التي تقيدت فيها شيلي بقاعدة الذهب

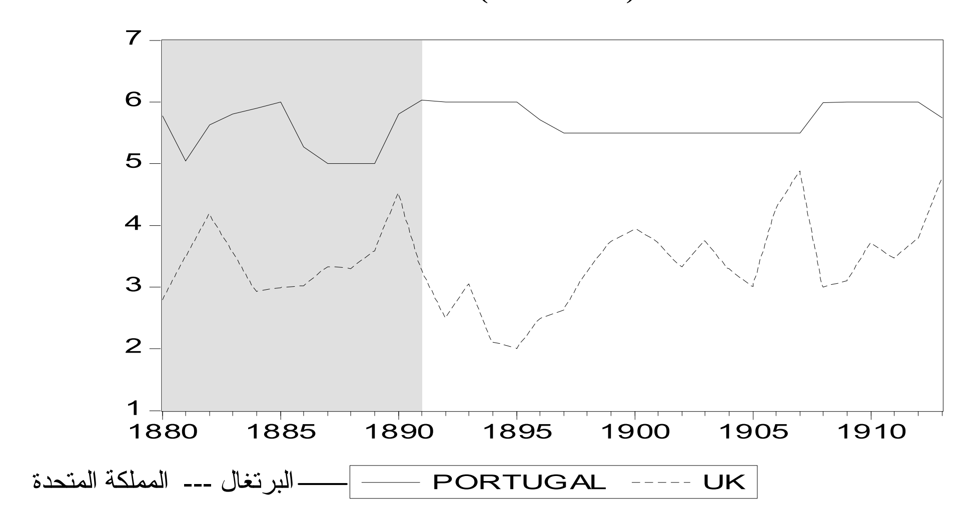
المصدر: Bordo and Flandreau (2003).

**الشكل (4ب): أسعار الفائدة قصيرة الأجل : اليونان بالمقارنة بالمملكة المتحدة (1880-1913)***




* المنطقة المظللة تمثل الفترة التي تقيدت فيها اليونان بقاعدة الذهب.

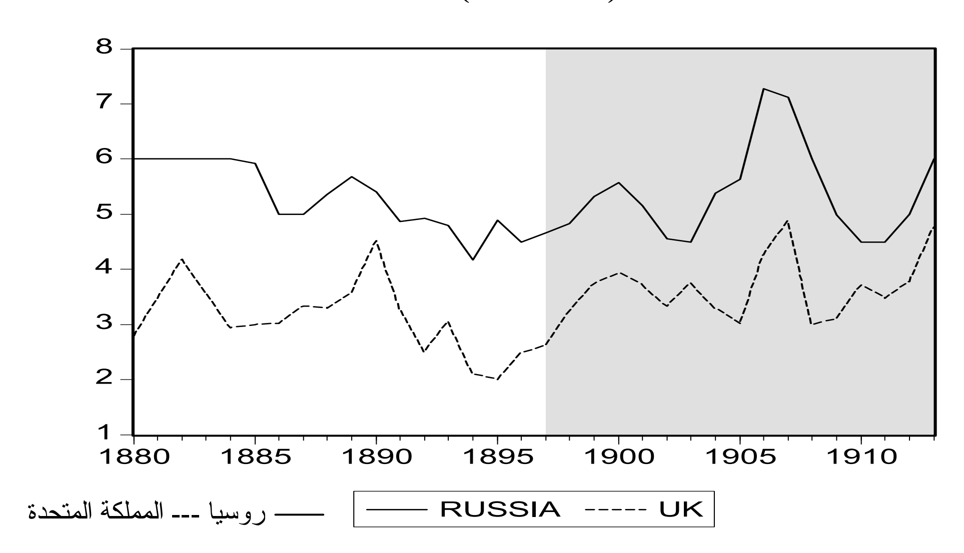
**الشكل (4ج): أسعار الفائدة قصيرة الأجل: البرتغال بالمقارنة بالمملكة المتحدة (1880-1913)***




* المنطقة المظللة تمثل الفترة التي تقيدت فيها البرتغال بقاعدة الذهب.

المصدر: Bordo and Flendreau (2003).

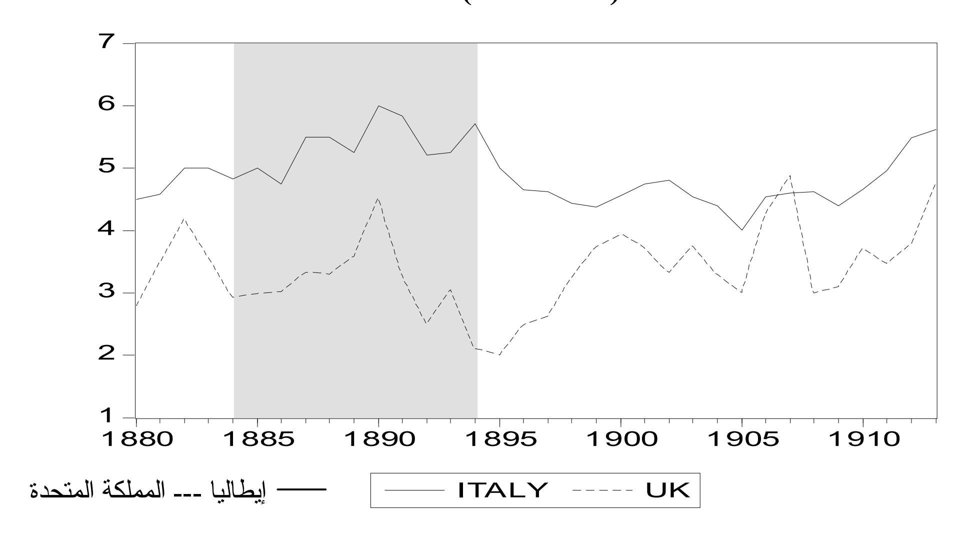
**الشكل (4د): أسعار الفائدة قصيرة الأجل: روسيا بالمقارنة بالمملكة المتحدة (1880-1913)***




—— روسيا --- المملكة المتحدة

* المنطقة المظللة تمثل الفترة التي تقيدت فيها روسيا بقاعدة الذهب.

**الشكل (4هـ): أسعار الفائدة قصيرة الأجل: إيطاليا بالمقارنة بالمملكة المتحدة (1880-1913)***




—— إيطاليا --- المملكة المتحدة

* المنطقة المظللة تمثل الفترة التي تقيدت فيها إيطاليا بقاعدة الذهب.

المصدر: Bordo and Flendreau (2003).

### 3. الخوف من التعويم، أسلوب القرن التاسع عشر: نظرة جديدة على قاعدة الذهب

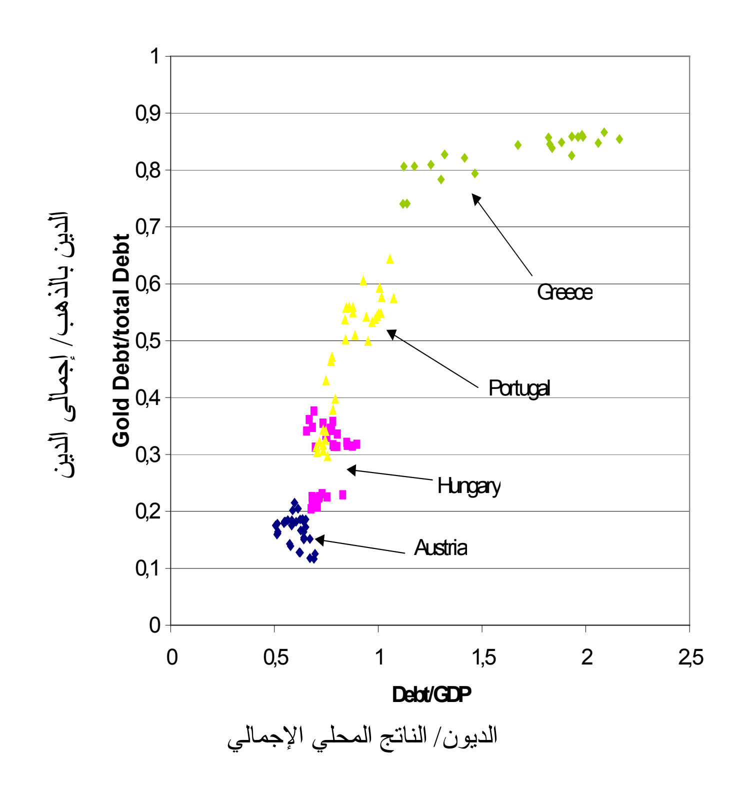
يبدو أن مشكلة "الخوف من التعويم" الحديثة التي تجعل البلدان التي تقول أنها تعوم لا تفعل ذلك، للأسباب الواردة من قبل والتي ناقشها Calvo and Reinhardt (2002) كانت سائدة قبل عام 1914. وإذا كان التثبيت مؤلماً في إطار قاعدة الذهب للعديد من البلدان المحيطة فلربما كان التثبيت مهلكا قدر ما هو اليوم. وكان هذا مرجعه انتشار مشاكل عدم تناسق العملات الناشئة عن عجز البلدان المقترضة المتخلفة اقتصاديا عن دفع ديونها الخارجية بعملتها الخاصة بها. وهذه المشكلة التي تنتشر اليوم، يشير إليها Eichengreen and Hausmann أنها "الخطيئة الأولى". فقد كانت سندات ديون البلدان المحيطة المقترضة قبل عام 1914 في لندن أو باريس أو امستردام تتضمن دوما أحكاما تربطها بالذهب إلى عملة البلد الذي يصدر فيه السند – "أحكام الذهب".

وربما كانت هذه الممارسة تشكل حلا لمشكلة من مشاكل الالتزام. فعلى حين أن الإصدارات المحلية يمكن بسهولة أن يلتهمها التضخم، فقد وفرت الإصدارات الأجنبية التي تتضمن "أحكام ذهب" ضمانات ضد ذلك لأنها بدورها، على وجه التحديد، حثت الحكومات على أن تتوخى الحذر. أنظر الشكل (5) الذي يبين أن نصيب الدين بالذهب كان دالة متزايدة على مجموع المديونية لعدد من البلدان المحيطة.

**الشكل (5): إجمالي المديونية وعدم تناسق العملات:**

**النمسا، هنغاريا، البرتغال، اليونان**

**(1913-1880)**




المصدر: محفوظات Credit Lyonnais.

وعلاوة على ذلك، لم يكن التقيد بقاعدة الذهب بديلاً تاماً لأحكام الذهب، بالنظر إلى أن نادى البلدان التي كان يمكن أن تصدر قروضاً في الخارج بعملاتها كان أقل بكثير من مجموعة البلدان التي تأخذ بقاعدة الذهب. وتتضمن الدراسة التي أعدها Bordo and Flandreau (2003) قائمة بالبلدان ذات السيادة "المميزة"، وكانت البلدان التي تصدر سنداتها بعملاتها هي: المملكة المتحدة، والولايات المتحدة، وفرنسا، وألمانيا، وبلجيكا، وهولندا، وسويسرا، والدنمرك.

وكانت عدم قدرة البلدان على تحمل الديون بعملاتها الخاصة بها تعني أن تحمل دين كبير بالذهب والتعرض لأزمة في أسعار الصرف يمكن أن تترتب عليهما أثار هدامة عندما يدخل البلد في موجة انفاق ويزداد الدين العام. وازداد أيضا نصيب الدين المحدد بالذهب. وخلق هذا عدم تناسق خطير.

ووفرت أزمات الثمانينات وكذلك أزمات التسعينات الدليل على عمل هذه الآلية. وبدأت الأزمات بالأرجنتين، حيث أدت زيادة الدين بالذهب، بالاقتران مع إصدار العملة الورقية، إلى رفع مستوى عبء الدين إلى حدود لا يمكن تحملها. كما أن أزمتي الدين العام في كل من البرتغال واليونان (1892 و 1893) كانتا نتيجة لتخفيض سعر الصرف، الأمر الذي رفع عبء دين هذين البلدين إلى مستويات لا يمكن تحملها.

وكانت الردود على هذه المشاكل الناجمة عن ارتفاع مستوى الديون والضعف المالي حديثة على نحو يبعث على الدهشة. واستمرت بعض البلدان، مثل إسبانيا والبرتغال في التعويم ولكنها قللت من تعرضها للمخاطر بالحد من عمليات اقتراضها في الخارج. وأنشأت بلدان أخرى، مثل روسيا أو اليونان، مجالس عملة من حيث الواقع الفعلي. فلقد تراكمت لديها احتياطات ذهب تتجاوز ما هو لازم قانونا، واعتمدت من حيث الواقع العملي معدلات غطاء ذهب تزيد باستمرار على 100%. وبالأمس، أسوة باليوم، يبدو أنه كانت هناك عملية تفريغ نتيجة للأزمات المالية.

ومن الواضح، نظراً لضآلة قائمة البلدان التي كان بوسعها تعويم الديون بالعملات الخاصة بها، أنه كان من المحتم أن تواجه معظم البلدان الناشئة في العالم عدم اتساق في العملات. ومن وجهة النظر هذه، أصبح التقيد بقاعدة الذهب فيما يتعلق بالراغبين في حماية أنفسهم من الاضطرابات المالية الدولية ثاني أفضل حل. ولا يعني هذا أن قاعدة الذهب أدت إلى المصداقية فوراً. ولكنها كانت بالأحرى بمثابة آلية للتأمين، ومن ثم فإنها أفضت إلى تعزيز العولمة. وبمعنى آخر، ربما كان انتشار قاعدة الذهب في البلدان المحيطة رداً داخليا على أحكام الذهب: فما أن انخفض سعر هذا التأمين (كما حدث في أثناء تضخم الذهب في الفترة

1897 – 1914) اتسع نطاق قاعدة الذهب، لأن عددا متزايدا من البلدان وجد أنه من الأقل خطورة الاقتراض بموجب أحكام الذهب نتيجة لانخفاض احتمال الابتعاد عن الذهب.

وأدى تفسير الطبيعة التي يبدو أنها متناقضة لنظم أسعار الصرف العالمية في فترتي العولمة الكبيرتين (أسعار الصرف الثابتة في الماضي، وأسعار الصرف العائمة الآن) إلى وضع دور الضعف المالي والأزمات المالية في مركز الصدارة. وإلى حد ما، اضطلعت أزمات (Baring) في الماضي بدور مماثل لدور أزمات أواخر التسعينات من حيث تنبيه البلدان الناشئة التي تلجأ إلى التعويم إلى أخطار نظام سعر الصرف العائم غير القادر على الاستجابة. وكان من نتيجة ذلك أنه على حين أن البلدان المتقدمة كان لديها دوما الرغبة في التعويم والقدرة عليه (مع أن التعويم في الماضي كان مقيداً بسبب الاعتماد على نظام معين وصعوبة إنشاء مؤسسات محلية قادرة على إيجاد محور الارتكاز الاسمي المحلي)، واجهت البلدان الهامشية دائما صعوبات جمة في التعويم واعتبرت قاعدة الذهب في الماضي والربط الجامد في الوقت الحاضر ثاني أفضل حل.

ويقدم Bordo and Flandreau (2003) دليلا قائما على القياس الاقتصادي لفترة ما قبل عام 1914 وفترة 1973، ويربطان بين نظام سعر الصرف السائد المتبع – قاعدة الذهب قبل عام 1914، والتعويم الآن – وبين النضج المالي (الذي يعرف بأنه أسواق مالية مفتوحة وعميقة وعملة مستقرة وسلامة مالية) الذي يشيران إليه بعبارة العمق المالي. ويرى Bordo and Flandreau أنه عندما كانت قاعدة الذهب هي النظام السائد قبل عام 1914 كان لدى البلدان التي تقيدت بالذهب عمق مالي أكبر من ذلك المتوفر لدى البلدان التي لم تفعل ذلك بعد عام 1976، عندما كان التعويم هو النظام السائد. وتبين لهما بوجه عام أن البلدان التي استطاعت أن تأخذ بنجاح بالتعويم المحض كانت أكثر تقدما ماليا من تلك التي لم تستطع.[9]

[9] باستثناء الاقتصادات الصغيرة التي يوجد فيها انفتاح كبير أو لديها صلات تجارية وثيقة ببلد كبير اختار ألا يلجأ للتعويم وأن يتقيد بدلا من ذلك بالربط الجامد، مثل هونغ كونغ.

والفارق المميز الرئيسي، فيما يتعلق باختيار نظام سعر الصرف، بين البلدان الأساسية والبلدان الهامشية في الماضي، أو البلدان المتقدمة والبلدان الناشئة في الوقت الحاضر، هو النضج المالي. ويتجلى ذلك النضج في الأسواق المالية المفتوحة والعميقة، والعملات المستقرة، والسلامة المالية. ويتضح في القدرة على إصدار أوراق مالية دولية بالعملة المحلية أو غياب "الخطيئة الأولى" وينبغي، في واقع الحال، أن يكون بوسع البلدان المتقدمة ماليا، في عالم تسوده أسواق رأس المال المفتوحة اليوم أن تلجأ إلى التعويم كبلدان متقدمة، وأن تتقيد بقاعدة الذهب في الماضي.

والدليل، فيما يتعلق بالبلدان المركزية، على أن قاعدة الذهب التقليدية عملت كنطاق مستهدف وأن نقاط الذهب عملت كنطاقات يمكن أن يحدث فيها تعويم موثوق وأن يتم فيها تجنب آثار الصدمات الخارجية، هو الانتقال إلى النظام المتبع حاليا. فالتعويم اليوم هو نتاج للنضج المالي وتطور الهياكل التكنولوجية والمؤسسية، والقيود التي تسمح لراسمي السياسة باتباع سياسة نقدية ومالية مستقرة، دون التقيد بمحور ارتكاز أسمى خارجي.

وهكذا كانت ديناميكية النظام النقدي الدولي وتطور نظام سعر الصرف يحركها التطور المالي والتكامل المالي الدولي. والأزمات المالية كتلك التي حدثت في الثمانينات والتسعينات هي النقاط الحاسمة التي تبين الخطوط الفاصلة من حيث النظام بين البلدان المتقدمة والبلدان الناشئة. فلقد تطلب تطور قاعدة الذهب وتحرك البلدان المتقدمة نحو التعويم الناجح اليوم تحقيق النضج المالي. وسيلزم أن يتحقق نفس الشيء فيما يتصل ببقية العالم. وريثما يتم ذلك، ستسود الترتيبات الوسيطة، بما فيها عوائق تحرك رأس المال الحر. وستظل الأزمات المالية كتلك التي حدثت في الثمانينات والتسعينات جزءاً هاما من عملية تطور النظام كقوة تشكيل نهائية.

**خامساً: الآثار على السياسة العامة**

ما هو أفضل ترتيب لسعر الصرف؟ تتفق هذه الدراسة تاريخيا مع Frankel (1999) الذي يذكر أنه "ليس هناك نظام عملة واحد يمثل أفضل نظام لكل البلدان، وحتى فيما يتعلق ببلد

معين قد لا يكون هناك نظام واحد يمثل أفضل نظام في جميع الأوقات". ومع ذلك فالعالم يتحرك نحو نظام سعر صرف عائم، وهو نظام البلدان المتقدمة الذي يذكر بسبل شتى بالتحرك نحو قاعدة الذهب منذ قرن من الزمان. ويبدو أن الاستثناء الرئيسي من هذا النمط هو اتحادات العملة مثل الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي الذي انضمت إليه البلدان الأوروبية (لأسباب سياسية في أغلب الأحيان) وكذلك عدد من الاقتصادات الصغيرة الشديدة الانفتاح.

وعلى الرغم من أن العالم يتحرك صوب التعويم، فما زالت النظم الوسيطة تمثل قسطا كبيرا من كل الترتيبات. هل ما زالت أمامها فرصة؟ إن العامل الرئيسي الذي يقف ضدها هو بطبيعة الحال التجربة المريرة فيما يتعلق بالربط القابل للتعديل في إطار نظام بريتون وودز الذي انهار أمام هجمات المضاربة، والأزمات الأسيوية الأخيرة التي انطوت في معظمها على ترتيبات للربط المتحرك.

وردا على تلك التجربة، نادى كثير من المراقبين بالثنائية القطبية. وعلاوة على ذلك نادى الرأي القائم على "الخوف من التعويم" باحتمال أن تتحرك البلدان الناشئة نحو الربط الجامد وليس التعويم. إلا أن مجالس العملات والدولرة كليهما تكتنفهما أخطاء خطيرة أهمها عدم وجود سلطة نقدية تقوم بدور المقرض الأخير أو تقابل الصدمات الخارجية ( Larain and Velasco 2001). كما أن اتحادات العملة التي يمكنها أن تتغلب على هذه المشاكل تحتاج إلى إرادة سياسية كبيرة لكي تقف في وجه الصدمات التي تحدث لا محالة ( Bordo and Jonung 2000).

وهكذا يمكن في ظل هذه الاعتبارات أن تأخذ بالترتيبات الوسيطة البلدان الناشئة التي ليس لديها بعد النضج الكافي لكي تأخذ بالتعويم. وثمة نوع من هذه الترتيبات يبدو أنه طريق واعد يمكن أن تسلكه البلدان في أثناء رحلتها نحو التعويم، وهو مخطط Goldstein (2002) المسمى "التعويم الموجه مع إضافات managed floating plus".[10] وهو يكمل نهج

---

[10] للإطلاع على مناقشة مثيرة للاهتمام بشأن هذا الخيار وغيره من الخيارات، أنظر Baillu and Murray (2002).

استهداف التضخم مع المصارف المركزية المستقلة الذي تتبعه عدة بلدان متقدمة (المملكة المتحدة، والسويد، ونيوزيلندا، وكندا) مع التدخل في أسواق سعر الصرف لمقابلة الأزمات المؤقتة، وهو نظام إبلاغ شامل للمحافظة على مستوى الديون الخارجية وانكشافها فيما يتعلق بالعملة الأجنبية، وربما استراتيجية تبعية لفتح الأسواق المالية الداخلية لتدفقات رأس المال الخارجي. وأخيرا، لا يزال هناك مجال للاتحادات النقدية للبلدان التي يوجد بينها تكامل سياسي واقتصادي وثيق أو أنها تمثل اقتصادات مفتوحة صغيرة جداً.

## المراجع:


1. Bailliu, J. and J. Murray. 2002. "Exchange Rate Regimes in Emerging Markets." Bank of Canada. mimeo.

2. Barro, R. and D. Gordon. 1983. "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", *Journal of Political Economy,* Vol. 91 pp. 589-610.

3. Bordo, M. 1993. "The Bretton Woods International Monetary System: An Historical Overview", in *A Retrospective on the Bretton Woods System*, M. Bordo and B. Eichengreen (eds.) Chicago: University of Chicago Press.

4. Bordo M. and F. Kydland. 1996. "The Gold Standard as a Commitment Mechanism", in *Economic Perspectives on the Classical Gold Standard*, T. Bayoumi, B. Eichengreen and M. Taylor (eds.). New York: Cambridge University Press.

5. Bordo, M. and L. Jonung. 2000. *Lessons for EMU from the History of Monetary Unions*. London: Institute for Economic Affairs.

6. Bordo, M. and L. Jonung. 2000. "A Return to the Convertibility Pricipal? Monetary and Fiscal lRegimes in Historical Perspective", in *Monetary Theory as a Basis of Monetary Policy,* Axel Leijonhuuhud (ed.).London: MacMillan.

7. Bordo, M. and M. Flandreau. 2003. "Core, Periphery, Exchange Rate Regime and Globalization", in *Globalization in Historical Perspective,* M. Bordo, A. Taylor and J. Williamson (eds.). Chicago: University of Chicago Press.

8. Bordo, M. and A. Schwartz . 1999. "Monetary Policy Regimes and Economic Performance: The Historical Record", Chapter 2 in *North Holland Handbook of Macroeconomics* , J. Taylor and M. Woodford (eds.). New York: Elservier Science.

9. Calvo, G. and C. Reinhar dt. 2002. "Fear of Floating", *Quarterly Journal of Economics* , Vol. 117, No. 2, pp. 379-408.

10. Cespedes L. and A. Velasco. 2000. "Balance sheet and Exchange Rate Policy", *NBER Working Paper. No. 7840*. Cambridge, MA: NBER..

11. Chang, L. and A. Velasco. 2001. "A Model of Financial Crises in Emerging Markets", *Quarterly Journal of Economics,* Vol. 117 (May), pp. 484-517.

12. Eichengreen, B. 1992. *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression*. New York.: Oxford University Press.
13. _______________.1996. *Globalizing Capital*. Princeton: Princeton University Press.

14. _______________and R. Hausmann. 1999. "Exchange Rates and Financial Fragility", *NBER Working Paper. 7418*. Cambridge, M.A: NBER..

15. Estavadeoral, A. B. Frantz, and A. Taylor. 2002. "The Rise and Fall of World Trade, 1870-1939", UC Davis. mimeo.

16. Fischer, S. 2001. "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?" *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 50, No. 2 (Spring), pp. 3-24.

17. Flandreau, M. and M. Maurel. 2002. "Monetary Unions, Trade Integration and Business Cycles in $19^{th}$ Century Europe: Just Do it", *CEPR discussion Paper No. 3087*. London: CEPR.

18. Fleming, M. 1962. "Domestic Financial Policies Under Fixed and Floating Exchange Rates", *IMF Staff Papers*, Vol. 9 (March), pp. 369-380.

19. Frankel, J. 1999. “No Single Currency is Right for All Countries or at all Times”, *Princeton Essays in International Finance 215*. International Finance Section. Department of Economics. Princeton University.

20. Frankel, J. 2002. “Experiences of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies.” Harvard University. mimeo.

21. Frankel, J. and A. Rose. 2002. “An Estimate of the Effect of Common Currencies on Trade and Growth”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117 (2), pp. 437-66.

22. Friedman, M. 1953. “The Case for Flexible Exchange Rates”, in *Essays in Positive Economics*. Chicago. University of Chicago: Press.

23. Ghosh, A., A. Gulde, and H.C. Wolf. 2002. *Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences*. Cambridge, MA: MIT Press .

24. Glick, R. and A. Rose. 2002. “Does a Currency Union Affect Trade? The Time Series Evidence”, *European Economic Review* , Vol. 46, pp. 1125-51.

25. Goldstein, M. 2002. *Managed Floating Plus*. Washington D.C: Institute for International Economics.

26. Kenen, P. 1969. "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View", in *Monetary Problems of the International Economy,* R. Mundell and R. Swoboda (eds.). Chicago: University of Chicago Press.

27. Kenen, P. 2002. "Currency Unions and Trade: Variations on Themes by Rose and Persson" , Princeton University. mimeo.

28. Krugman, P. 1991. "Target Zones and Exchange Rate Dynamics", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106 (August), pp. 669-682.

29. Larain, F. B. and Velasco. 2001. "Exchange Rate Policy in Emerging Market Economies: The Case for Floating", *Essays in International Economics No. 224*. International Economics Section. Department of Economics. Princeton University.

30. Levy-Yeyati, E. and F. Sturznegger. 2000. "Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds and Words", Universidad Torcuata Di Tella. mimeo.

31. ______________. 2001. "Exchange Rate Regimes and Economic Performance", Unviversidad Torcuata Di Tella. February. mimeo

32. Copez-Cordova, E. and C. Meissner. 2002. "Exchange Rate Regimes and International Trade: Evidence from the Classical Gold Standard Era", *American Economic Review*, Vol. 93, No. 1, pp. 344-54.

33. McKinnon, R. 1963. "Optimal Currency Areas", *American Economic Review* ,Vol. 53 (September), pp. 717-724.

34. Micco, A., E. Stein, and G. Ordonez. 2002. "The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence form the European Union", Inter American Development Bank. mimeo.

35. Mundell, R. 1961. "The Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, Vol. 51 (September), pp. 657-661.

36. ____________.1963. "Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates," *Canadian Journal of Economics and Political Science*, Vol. 29, No. 4, pp. 475-485.

37. Nurkse, P. 1944. *International Currency Experiences*. Geneva: League of Nations.

38. Obstfeld, M. and K. Rogoff. 1995. "The Mirage of Fixed Exchange Rates", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 4 (Fall), pp. 73-96.

39. ______________.2003. "Globaliztion and Capital Markets. " in *Globalization in Historical Perspective.* M. Bordo, A. Taylor, and J. Williamson (eds.). Chicago: University of Chicago Press.

40. Persson, T. 2001. “Currency Unions and Trade: How Large is the Treatment Effect?” *Economic Policy* , Vol. 33, pp. 40-48.

41. Reinhart, C. and K. Rogoff. 2002. “The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation”, *NBER Working Paper 8963*. Cambridge, MA: NBER.

42. Rose, A. 2000. “One Money, One Market: Estimating the Effects of Common Currencies on Trade”, *Economic Policy,* Vol. 30, pp. 7-45.

43. Rousseau, P. and R. Sylla. 2003. “Financial System, Economic Growth and Globalization,” in *Globalization in Historical Perspective*. M. Bordo, A. Taylor and J. Williamson (eds.) . Chicago: University of Chicago Press .

44. Schwartz, A. 1992. “Do Currency Boards Have a Future?” *Occasional Paper No. 88*. London: Institute of Economic Affairs.

45. Svensson, L. 2000. “Open Economy Inflation Targetting”, *Journal of International Economics*, Vol. 50 (February), pp. 155-183.

## تعقيب

# خيارات نظم سعر الصرف من المنظور التاريخي ودروس للبلدان العربية

**د. ناصر السعيدي***

هل يمكن أن نستخلص دروساً من التاريخ النقدي والمالي لكي نختار من بين نظم سعر صرف بديلة؟ وهل يمكن للبلدان أن تختار بحرية نظم سعر صرف دون التأثر بالنظام النقدي الدولي السائد؟ هل تواجه الاقتصادات الناشئة قيوداً إضافية في اختيارها لنظم سعر صرف تتخطى تلك القيود التي تواجهها الاقتصادات الصناعية المتطورة؟ ما هي الخيارات المتاحة للبلدان العربية في اختيارها لنظم سعر صرف؟ ستبني التعليقات في هذا الاستعراض لورقة مايكل بوردو القيمة "خيارات نظم سعر الصرف من منظور تاريخي" لاقتراح بعض الدروس للاقتصادات العربية وبلدان أخرى ناشئة. وتنقسم التعليقات إلى أربعة أقسام:

أولاً: بعض الدروس من التاريخ وتأثيراتها على السياسة.

ثانياً: اختيار نظام سعر الصرف بوصفه اختياراً للتكوين النقدي لضمان استقرار الأسعار.

ثالثاً: أهمية الأدلة التاريخية والتجريبية في اختيار نظم سعر الصرف في الاقتصادات الناشئة والبلدان العربية.

رابعاً: الدروس التي يمكن استخلاصها من التجربة التاريخية لاختيار سياسات سعر الصرف في البلدان العربية؟

* نائب حاكم أول، مصرف لبنان.

**أولاً:  بعض الدروس من التاريخ: حقائق متعارف عليها من تجربة 120 سنة**

استفاد مايكل بوردو، في ورقته القيمة من أدلة تجريبية مستخلصة من أكثر من قرن من نظم سعر الصرف في إطار معايير نقدية بديلة وظروف اقتصادية وسياسية وأمنية مختلفة لكي يكتسب بصيرة تتعلق بمعايير ونتائج اختيارات نظم سعر الصرف.

وتقترح الأدلة الطويلة الأجل المستندة إلى خبرة البلدان الصناعية من عام 1880 إلى عام 1995 الحقائق المنسقة التالية:

1. كانت أسعار سعر الصرف الاسمية أكثر استقرارا في ظل قاعدة الذهب وأقل استقراراً في الفترة ما بين الحربين 1919 - 1930.
2. كانت معدلات تضخم الأسعار في الأدنى أثناء سنوات قاعدة الذهب وفترة قابلية الدولار للتحويل حتى عام 1971.
3. لا توجد علاقة واضحة بين نظم سعر الصرف والنتائج الاقتصادية الحقيقية: لم تتأثر معدلات النمو الاقتصادي الكلي على الأمد المتوسط والطويل بنظام سعر الصرف.

وإضافة إلى ذلك وللفترة الأقرب منذ عام 1971:

4. تختلف أدلة الواقع الفعلي فيما يتعلق بنظم سعر الصرف اختلافاً كبيراً عن الأدلة الرسمية.
5. تجارب سعر الصرف المعوم ترتبط بالنمو من دون أن تكون مرتبطة بالتضخم. ومع ذلك فأسعار الصرف الآخذة في الانخفاض ترتبط بمعدلات تضخم عالية وبنمو سلبي متدن.

تظهر الأدلة على أداء نظم سعر الصرف أنه من الحيوي للتحليل الاقتصادي والعمل التجريبي التفرقة بين نظم سعر الصرف الرسمية والفعلية.  فالبلدان لا تفعل ما تقول إنها تفعله. ومثلما يفعل الساسة، هناك اختلاف كبير بين ما تقول البلدان إنها تفعله وبين ما تفعله! وللحكم على

النتائج الاقتصادية لنظم سعر الصرف ينبغي أن نفحص التصرفات التي لوحظت وليس النظام المعلن عنه أو النظام القانوني. وقد كان البحث الذي أجراه كل من Reinhardt and Rogoff (2002) موضحا للأمور، فهما قدما مخططاً به 15 فئة لتصنيف نظم سعر الصرف.[11] وكانت النتائج التي توصلا إليها نتائج قيمة:

- ينبغي تصنيف 45% من جميع نظم الربط بعد عام 1970 على أنها تعويم موجه أو مرونة محدودة أو تعويم حر أو نظم سعر صرف آخذة في الانخفاض.
- في الثمانينات والتسعينات كان 53% من نظم التعويم الموجه عبارة عن ربط فعلي أو ربط زاحف.
- الأدلة الرسمية على أداء أسعار الصرف المعومة تعويما حراً مضللة مثلما يوضح الجدول التالي:

| | **التصنيف الرسمي** | **تصنيف Reinhardt and Rogoff** |
|---|---|---|
| التضخم | 174% | أقل من 10% |
| النمو الاقتصادي | 0.5% | قرابة 2.3% |

ولذلك، فإن استثناء حالات نظم سعر الصرف الآخذ في الانخفاض والتي تعتبر حالات غريبة يغير الاستنتاجات والأفكار المسبقة بأن نظام سعر الصرف المعوم الحر يرتبط بنتائج سيئة تتمثل في التضخم المرتفع والنمو المتدني أو يتسبب فيها. ويعطي استعراض الأدلة التجريبية الطويلة الأجل وتصنيفات نظام سعر الصرف استنتاجين: (أ) التصنيفات الرسمية لنظم سعر الصرف من قبيل تلك المتاحة للجمهور والتي تنشرها المنظمات الدولية (صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ومؤسسات أخرى) هي تصنيفات مضللة وينبغي أن تحل محلها أو على الأقل تستكملها مؤشرات لنظام سعر الصرف الفعلي؛ (ب) التعويم الحر يتلاءم مع النمو الاقتصادي والتضخم المتدني. وأسعار الصرف الآخذة في الانخفاض هي نتيجة لسياسات نقدية ومصرفية ومالية عامة غير سليمة وتؤدي إلى نمو متدن وتضخم مرتفع وأزمات لأسعار الصرف.

[11] أنظر أيضاً Chosh, Gulde, and Wolf (2002).

**ثانياً: اختيار نظام سعر صرف هو اختيار لتكوين نقدي**

تذكّر ورقة مايكل بوردو صانعي السياسة بأن معايير (1961 و 1963) Mundell التقليدية لاختيار نظام سعر صرف تظل ذات أهمية في عالم اليوم المتسم بالاقتصادات الأكثر تكاملاً. وترتكز هذه المعايير على انتشار أنواع صدمات للاقتصاد ودرجة حرية انتقال رأس المال وتعتبر معايير Mundell معايير لإدارة الأزمات ووضع السياسة في بيئات بها سياسات مشكوك فيها. وينبغي للاقتصادات الأكثر عرضة للصدمات الاسمية أن تختار نظم سعر صرف ثابتة. فأسعار الصرف الثابتة من شأنها أن تسمح بتعديل الكميات، مثل التغيرات في الاحتياطيات الدولية التي ينجم عنها تغيرات في عرض الأموال، بوصفها نمطاً من التكييف للصدمات الاسمية الخارجية (أو الداخلية). ومن ناحية أخرى إذا كانت التقلبات الحقيقية سائدة بشكل أكبر، فينبغي لواضعي السياسة اختيار نظم سعر صرف أكثر مرونة. وذلك لأن نظم سعر الصرف الاسمية المرنة تسهل الملائمة بين الناتج الحقيقي الإجمالي (والقطاعي) وبين الصدمات الخارجية، وخاصة حينما تكون الأجور والأسعار المحلية بطيئة التغير. وبالمثل، فيمكن أن تؤدي أسعار الصرف الحقيقية المرنة إلى تغيرات في خيارات الاستهلاك/الادخار، وكذلك في الإنتاج، بما في ذلك تحولات بين قطاعات السلع القابلة للاتجار وتلك غير القابلة للاتجار وتيسير التكيف مع التقلبات. وبعد صدمة حقيقية سلبية (مثل انخفاض في أسعار النفط العالمية) يمكن أن يؤدي الانخفاض الاسمي إلى زيادة في الأسعار المحلية للسلع المصدرة والمستوردة، وتخفيض الأجور الحقيقية بما يتلاءم مع الانخفاض في الطلب على العمالة. وفي مقابل ذلك ففي البلدان التي بها أسعار صرف غير مرنة والتي تمر بهذه الصدمات السلبية الحقيقية، سيكون من الضروري انخفاض الأسعار والأجور لكفالة ألا يحدث انخفاض في العمالة والناتج. وما لم يحدث ذلك، فستعاني البلدان من "المرض الهولندي أو المرض العربي". ويمكن أن يساعد التعويم على حماية الاقتصادات من الصدمات الحقيقية وأن تكون أقل تأثراً بالجمود الاسمي في أسواق العمالة والبضائع وذلك بأن توفر لها درجة من الاستقلال النقدي.

ويبدو للوهلة الأولى أن هذه الخيارات لنظم سعر الصرف خيارات واضحة. ويتوقف الخيار على قدرة السلطات (النقدية والمالية على حد سواء) على تحديد مصدر وطبيعة الصدمات

وعلى التفرقة بين أوجه التشوه المؤقتة والدائمة وعلى ألا يكون التفاعل الديناميكي الاقتصادي والمالي بين التشوهات الاسمية والحقيقية تفاعلاً قوياً ولا يؤدي إلى "تشويه" الإشارات. ومع ذلك فواضعو السياسة الذين يعيشون في بيئات متذبذبة يفتقرون إلى معلومات ممتازة عن طابع واستمرار المصدر المحلي مقابل المصدر الخارجي للصدمات وعن التفاعل بين أوجه التشوه المحلي والخارجي فإن الخيارات لا تكون واضحة. ويأتي التأثير الإضافي السيئ من زيادة الانفتاح وحركة رأس المال مما يسمى باختصار "الثلاثية المستحيلة": وهي عدم التوافق بين زيادة التكامل المالي الدولي/تحركات رأس المال الحر وأسعار الصرف المستقرة/ الثابتة والاستقلال النقدي. وفي وجود حرية حركة لرأس المال لا يمكن أن تستهدف السياسات النقدية كلا من الحفاظ على أسعار صرف مستقرة وتقليل التغيرات في الناتج الدوري أو الاستجابة إلى الصدمات الخارجية. وبالإضافة إلى ذلك، فإذا أصبحت الأسواق المالية أكثر تكاملا والحسابات الرأسمالية أكثر تحرراً، ستصبح القيود على واضعي السياسة أكثر حدة. ولذلك، ومثلما أشار Fischer (2001)، قد يتعين على البلدان الدخول في خيار ثنائي القطب، ومن دون نظام وسيط بما يعني انتهاج أسعار صرف معومة أو الانتقال إلى الربط الجامد. ولا يمكن أن يكون لدينا كل من رأس مال حر حركة تماماً واستقلال نقدي وعملة مستقرة. ويزداد الإقرار اليوم، بأن الثلاثية المستحيلة هي السبب في انهيار وبعد ذلك سقوط قاعدة الذهب ونظام بريتون وودز، على الرغم من أن ذلك لم يكن مفهوما جيداً في وقته. ومع زيادة التكامل المالي الدولي، فالخيار هو في الحقيقة خيار بين الاستقلال النقدي واستقرار سعر الصرف.

وتركز ورقة مايكل برودو وبحق على اختيار نظام سعر الصرف كمحاولة لحل مشاكل الاتساق الزمني ومصداقية السياسة، وعلى انتهاج تكوين نقدي يجعل خيارات واضعي السياسة ملزمة. والتفكير بأن التكوينات النقدية – مثلها في ذلك مثل التكوينات الاقتصادية – ينبغي ألا تكون عرضة للتجربة والتغيير. فالتكوينات النقدية هي البنى التحتية القانونية والتنظيمية التي تربط بين توقعات الشعب ومسار السياسات النقدية والمالية. وبهذا المفهوم فإن اختيار الربط الاسمي ببلد مع التحذير بأن ذلك ستكون سياسة ذات مصداقية ومتسقة زمنيا ويمكنها أن تفي بالتوقعات الحالية والمستقبلية بمسار التضخم. وهذا التحذير مهم فمثلما توضح أزمة الأرجنتين، من ضمن أمور أخرى، فإن الارتكاز الاسمي ليس كافيا لضمان في حالة

عدم وجود التزامات أو قواعد للسياسة المالية العامة وإدارة الدين العام ويمكن أن تؤدي عدم المسئولية المالية إلى تدمير أي التزام نقدي. وأقتبس من تقييم (2002) Mussa لأزمة الأرجنتين ".. أدى الطيش المالي إلى القضاء على خطة القابلية للتحويل، عوضاً عن العكس وأديا سوياً إلى القضاء على اقتصاد الأرجنتين."

وفي هذا السياق، أدت قواعد السلع – وخاصة قاعدة الذهب – دوراً مهما في التصميم المؤسسي للمكونات النقدية لأنها لم تترك أي خيار أو تسمح بأي حرية تصرف للسلطات النقدية مما عزز التشغيل الآلي للنظام وشفافيته نتيجة لذلك، وسمح للوكلاء بأن يركزوا بثبات توقعاتهم على قواعد السلع. وفي مقابل ذلك فإن معايير العملة التي تصدرها الحكومة من دون تغطية على الرغم من شدة الالتزامات، فهي أكثر عرضة لنقض الوعود والالتزامات (مثلما حدث في الأرجنتين).

**ثالثاً: دروس للأسواق الناشئة**

يمكن تحليل الاقتراحات الأخيرة بوضع أطر مؤسسية بديلة للسياسة النقدية (اتحاد نقدي أو مجلس عملة لكي يحل محل البنك المركزي أو دولرة أو يوروة أو اتباع هدف لسعر الصرف أو للتضخم) بأفضل صورة على أنها محاولات للالتزام المسبق ضد الإغراءات المستقبلية للانحراف عن السياسة المثلى. وهي جميعها استراتيجيات مختلفة لربط أيدي الحكومة. وأدوات التركيز واتحادات العملة هي محاولات لضمان معدل تضخم منخفض لبلد الارتكاز ولتوليد سياسة استقرار ذات مصداقية للأسعار واستقرار مالي أكبر. والمزايا واضحة وهي تتمثل في تكاليف تعاملات أقل للسلع والخدمات ومزايا التوسع في التجارة والاستثمار. وفيما يتعلق بالتكلفة، فالبلدان التي تتبع الارتكاز تستورد السياسة النقدية لبلاد الارتكاز وتخسر الميزة الكامنة المتمثلة في أن تكون لها سياسة نقدية مستقلة والقدرة على أن تكون مقرض الملاذ الأخير وكفالة استقرار النظام المالي والمصرفي. ولكن إن الحفاظ على السيادة النقدية يتضمن أيضا الاحتفاظ بخيار تسييل الدين العام بالعملة النقدية وتقليل قيمته الحقيقية. وقد يكون ذلك له قيمة إذا كانت الإصلاحات المالية العامة والضريبية عالية التكلفة لتنفيذها أو غير متاحة مثلما هي الحالة للبلدان الخارجة من صراعات.

ومثلما ذكرنا سابقاً، فإن عملات الارتكاز واتحادات العملة ليست بلسماً شافيا خاصة وأنها لا تضمن أن القطاع المصرفي سيكون سليما وأن البلدان يمكنها تفادي الأزمات المالية. وتظهر تكاليف إضافية أيضا نتيجة لفقدان رسم سك النقود والقدرة على إصدار ديون سيادية بالعملة المحلية. ومع ذلك ومثلما ذكر Alesina and Barro (2002) يمكن للبلدان أن تضع ترتيبات لتعويض فقدان رسوم سك العملة.

وبصورة أعم ومثلما أوضح Alesina and Barro (2002)، فالبلدان الأكثر احتمالا بأن تستفيد من ارتكاز قوي لأسعار الصرف هي تلك البلدان التي: (أ) غير قادرة لوحدها على تحقيق استقرار نقدي ومالي واستقرار في الأسعار؛ (ب) التي تكون صدماتها الاقتصادية مرتبطة ارتباطا كبيراً بتلك التي تحدث في بلد الارتكاز المحتمل، حيث أن البلدان التي بها أكبر قدر من تحرك الناتج والأسعار مع بلدان الارتكاز سيكون لديها أقل تكلفة في التخلي عن الاستقلال النقدي؛ (ج) البلدان الصغيرة التي تعتمد اعتمادا كبيرا على التجارة الخارجية؛ (د) البلدان القريبة من ناحية "المسافة" – بما في ذلك الجغرافيا واللغة والحدود – مع بلدان الارتكاز المحتمل.

وتشير الأدلة التجريبية، بما يتفق أيضا مع "نموذج الجاذبية" الذي يعطي أهمية كبرى للجغرافيا والموقع كمحددات للتجارة بأن الالتزام بترتيب عملة مشتركة يمكن أن يزيد التجارة بعامل يتراوح بين 2 و 3. وقد ازدادت التجارة بنسبة تتراوح من 25-30% في إطار قاعدة الذهب، بينما في حالة المقاطعات الكندية كان التأثير، وفقا Rose and Glick (2002)، وزيادة التجارة بما يصل إلى 2200% ومع ذلك فالأمثلة ترتبط أيضا مع التخفيض الكبير في تكاليف النقل ووجود شبكة اقتصادات وافرة ناجمة عن ثورة النقل في القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين التي أدت إلى زيادة كبيرة في الشبكات البحرية وشبكات السكك الحديدية وشبكات القنوات.

وبينما كتب مايكل بوردو ورقته من منظور البلدان الصناعية – وهذا له ما يبرره نظرا لندرة البيانات التسلسلية المقارنة طويلة الأمد عن الاقتصادات الناشئة – والقضايا المتعلقة بالهيكل المالي الدولي، فهي تستنبط بعض الدروس المهمة من اقتصادات السوق.

وبإيجاز، اسمحوا لي أن أركز على ثلاث قضايا/دروس تهم منطقتنا.

1. لا تنفي مجالس العملة أو الربط الشديد الأزمات المصرفية والمالية. ونتج عن ذلك أنه، مثلما علمتنا تداعيات الأزمة الآسيوية، يمكن للأزمات المصرفية والمالية أن تترجم إلى أزمات اقتصادية، ينتج عنها فقدان الثقة وانهيار أسواق الأصول وفترات طويلة من النمو المتدني وركود وبطالة. وبالنسبة للبلدان العربية، فالدرس واضح ألا وهو أن ربط أسعار الصرف ليس بلسما شافيا وليس بديلا عن وضع سياسات اقتصادية كلية ومالية سليمة وتنفيذها، وعن وضع ضوابط مصرفية وسياسات مراقبة سليمة ومحاولة تقليل الاعتماد على إنتاج وتصدير النفط والغاز والأخطار المرتبطة بذلك.
2. والاقتصادات العربية، مثلها مثل معظم الاقتصادات الناشئة ليس لديها سبيل للوصول إلى أسواق رأس المال الدولية أو لديها سبيل محدود لذلك، وحينما يتوافر لها السبيل فهو يكون عادة بتكلفة أعلى مقارنة بالمخاطر الاقتصادية الناجمة عن ذلك. وتنتشر مشكلة "الخطيئة الأولى" في الاقتصادات العربية مثلما تنتشر في مناطق أخرى.
3. هناك قضية رئيسة لاختيار نظام سعر صرف ألا وهي التنمية المالية والنضوج المالي وخاصة قدرة البلدان على إصدار ديون بعملاتها. وهذه هي وجهة النظر الثنائية القطب، التي تركز على المصداقية والتنمية المالية.

**رابعاً: نظم أسعار الصرف في العالم العربي: دروس من التاريخ والطريق إلى الأمام**

بالنسبة للعديد من البلدان العربية والاقتصادات الناشئة لم يكن سعر الصرف أو التكوين النقدي من خيارات السياسة الاقتصادية المحلية بل من تراث النظم السياسية الاستعمارية وكانت تعبيراً عن المصالح الاقتصادية والمالية للقوى الاستعمارية وممثليها.[12] والمثالان الأساسيان على ذلك هما منطقة الإسترليني التي ظهرت بعد الحرب العالمية الثانية في المستعمرات البريطانية السابقة وفرنك الجماعة المالية الإفريقية الذي فرض على المستعمرات السابقة في

[12] أنظر الورقة التي أصدرها مؤخراً Barro and Tenreyro (2002) اللذان أظهرا أن "زيادة احتمال أن يستعمل عميل عملة أداة التركيز الأساسية حينما يكون العميل قريبا جغرافياً ويتكلم نفس اللغة ويتشاطر عراقة استعمارية مع بلد الارتكاز".

أفريقيا الناطقة بالفرنسية. وبالنسبة للبلدان العربية تحت الحكم البريطاني الاستعماري السابق كانت الروابط القوية بالجنية الإسترليني في بادئ الأمر وبعد انهيار الجنية الإسترليني كانت بالدولار الأمريكي. وبالنسبة للبلدان العربية تحت الحكم أو التأثير الفرنسي الاستعماري السابق كان ترتيب سعر الصرف المبدئي هو الربط بالفرنك الفرنسي. وبعد سلسلة من تخفيض قيمة الفرنك الفرنسي وانخفاض قيمته أصبحت الترتيبات متنوعة (أنظر خريطة ترتيب سعر الصرف في الشكل (1)).

وغير الظهور الأخير لليورو النظام المالي الدولي وهيكله. وتوحيد العملات الأوروبية وإلغاء العملات التي تكون اليورو ابتكار هيكلي غير البنية التحتية لسوق العملات الدولي، بتغيير الأدوات المالية والنقدية المتاحة وأيضا بتغيير أساسي في هيكل المدفوعات الدولية. وبالإضافة إلى ذلك غير استحداث اليورو النظام المالي الدولي وهيكله. وترتب على ذلك أنه غير قائمة خيارات السياسة المتاحة للسلطات النقدية في الاقتصادات الناشئة وفي البلدان العربية. هل ينبغي للاقتصادات الناشئة والبلدان العربية أن تغير نظم سعر الصرف فيها. وهل ينبغي أن تغير تكوين العملة لاحتياطياتها الدولية؟

وبينما يظل اليورو عملة "وليدة" في التاريخ الطويل لمعايير العملات والمعايير النقدية وهي العملة التي أصدرها البنك المركزي الأوروبي الذي هو مؤسسة ناشئة تمر بعملية الاستثمار في مصداقيتها وسمعتها، فمع ذلك فهي عملة تنافس الدولار الأمريكي. خاصة وأن البلدان العربية تحتاج إلى إعادة النظر في خياراتها لنظم سعر الصرف وربط العملة والتدخل في سوق العملة في ضوء ما يلي:

1. ارتباطها التجاري والاقتصادي الكبير مع أوروبا (أنظر الجدول (1)).
2. سياساتها المتمثلة في التكامل الاقتصادي الدولي، ولا سيما الاتحاد الأوروبي والانضمام إلى منظمة التجارة العالمية.
3. التغيرات الهيكلية المؤدية إلى زيادة تنوع الإنتاج والاعتماد الأقل على قطاع النفط والغاز كمصدر لدخل الحكومة وسلعة التصدير الرئيسة.

4. إضافة إلى ذلك فإن البلدان العربية تنمي وتفتح أسواق رأس المال فيها ببطء ولكن تدريجيا. وبالتالي فإن تحرير وتطوير الأسواق المالية يولد تكاملا مالياً دولياً متزايداً ويؤدي بالضرورة إلى إعادة النظر في نظم سياسة سعر الصرف.

ومثلما توضح الخريطة الاقتصادية لسعر الصرف، فإن العديد من البلدان العربية قد اتبعت ربط سعر صرف فعلي بالدولار الأمريكي منذ نهاية منطقة الإسترليني. وهذا الترتيب لسعر الصرف، في حد ذاته لم يؤد إلى زيادة التجارة فيما بين بلدان المنطقة والتي تمثل أقل من 8% من التجارة الدولية للبلدان. وهناك عوامل أخرى مثل زيادة العوائق الجمركية وغير الجمركية وعدم التنوع وأنماط الإنتاج المتماثلة والاقتصادات الصغيرة الحجم نسبياً التي كان لها تأثير أكثر أهمية وسلبي على التوسع في التجارة والتكامل في المنطقة. وبالنظر إلى هذه العوامل الهيكلية، فما هي مزايا ومساوئ الربط بعملات مختلفة؟ هل ينبغي أن تربط البلدان العربية عملاتها بالدولار الأمريكي أو اليورو أو الين؟ وقد اتخذت بلدان مجلس التعاون الخليجي أخيراً بعض مبادرات السياسة المهمة. واتفقت حكومات مجلس التعاون الخليجي على جدول زمني لإنشاء اتحاد جمركي بحلول عام 2003 وتكامل نظم سعر الصرف بها بحلول التاريخ نفسه والتوصل إلى ترتيب لمعيار تقارب يتحقق بحلول عام 2005 واستعمال عملة مشتركة بحلول عام 2010. وبالنظر إلى العملة المشتركة المقترحة، فما هي عملة الربط التي ينبغي أن تختارها بلدان مجلس التعاون الخليجي إذا ما كان لها أن تختار عملة؟

ويوفر Alesina, Barro, and Tenreyro (2002) منهاجية لبلد من شأنه أن يسعى لاستعمال عملة أجنبية. وهم فحصوا ثلاثة معايير مهمة للحكم على مزايا عملة الربط: (أ) التوسع في التجارة الخارجية الذي يمكن أن يترتب على مساحة عملة؛ (ب) التأثير على درجة التحرك المشترك للأسعار والانتاج؛ و (ج) تخفيض التضخم الناجم عن الربط بعملة ذات تضخم منخفض.

ويتضح جليا أنه كلما ازداد تكامل بلد مع بلد عملة الربط عن طريق التجارة، وازداد التنوع المتوافق للتضخم وتشابهت الصدمات الحقيقية التي يظهرها مدى التحرك المتوافق للناتج وزيادة تخفيض التضخم، ازدادت مزايا اتحاد العملة أو استعمال عملة ذات تضخم منخفض.

يلخص الجدول (1)  النتائج التجريبية للبلدان العربية. والنقاط الرئيسة هي ما يلي:

- إذا كانت التجارة هي المعيار الوحيد، سيتم اختيار اليورو كعملة ارتكاز أفضل للبلدان العربية في شمال أفريقيا وأيضا في بلدان الشرق الأوسط والخليج. والخيار بين اليورو والين ليس واضحاً لعمان والإمارات، نظراً لأهمية التجارة مع اليابان.
- سيتم اختيار اليورو أيضاً إذا كان المعيار هو مدى تحركات النواتج (VY) في جميع البلدان العربية، باستثناء عمان (الين) والمملكة العربية السعودية (خيار غير واضح بين اليورو والدولار).
- ومع ذلك، فعلى أساس من تضخم الأسعار (VP)، قد يكون الدولار الأمريكي هو الخيار المفضل لبلدان الشرق الأوسط والخليج، بينما ستفضل بلدان شمال أفريقيا اليورو. ومع ذلك فهذه النتيجة قد تكون متحيزة نظراً للربط الحالي ومنذ زمن طويل (الرسمي والفعلي) لسعر الصرف بالدولار، مما نتج عنه درجة كبيرة من تحركات معدلات التضخم المحلية مع الولايات المتحدة.

وتقترح هذه النتائج التجريبية أنه بالنسبة للبلدان العربية فقد تتطلب سياسة الارتكاز الربط باليورو وليس بالدولار الأمريكي، نظراً لأهمية روابط التجارة والربط بين المخرجات. وبالإضافة إلى ذلك فإن الاتحاد الأوروبي يقترح الآن علاقات أوثق مع بلدان المنطقة وذلك من خلال: (أ) اتفاقيات الرابطة الأوروبية الشرق أوسطية؛ (ب) اقتراح اتفاق تجارة حرة مع بلدان مجلس التعاون الخليجي. وعلى وجه الخصوص فإن بلدان مجلس التعاون الخليجي التي تخطط لإتحاد عملة سيكون لزاماً عليها أن تنظر في طابع ترتيب سعر الصرف الذي سيطبق سواء كان معوم أو ثابت أو خيار وسيط. وإذا كان الخيار هو الربط الثابت أو اختيار عملة ارتكاز، فإن الأدلة التجريبية تفضل الربط باليورو عوضا عن الربط بالدولار الأمريكي أو الين.

وسيتعزز اختيار اليورو كعملة ارتكاز إذا ما توفرت أي من الحالتين التاليتين:

- إذا تحركت بلدان أوروبا والشرق الأوسط وبلدان مجلس التعاون الخليجي صوب تكامل تجاري واقتصادي أكبر مع الاتحاد الأوروبي نتيجة للاتفاقات اليورو أوسطية والتنفيذ المنسق لمنطقة التجارة العربية الحرة الكبرى نتيجة لاتفاق تجارة حرة مع الاتحاد الأوروبي والانضمام إلى منظمة التجارة العالمية.
- الابتكار في ترتيبات الدفع من خلال توسيع منطقة اليورو لتشمل بلدان اليورو أوسطية والبلدان العربية في الشرق الأوسط.

إن اختيار عملة ارتكاز يترتب عليه اعتبارات سياسية واستراتيجية أيضا تتضمن احتمال تحديد أسعار النفط والغاز باليورو وأن تكون المدفوعات باليورو أيضاً وتغييراً في تكوين الاحتياطيات الدولية لبلدان المنطقة. وبازدياد قوة التكامل الإقليمي، ينبغي للبلدان العربية أن تعطي أهمية أكبر للاعتبارات الاقتصادية والمالية في اختيارها لنظام سعر صرف وأهمية أقل لتراثها في مرحلة ما بعد الاستعمار. ويتضح جليا أن اللغة المشتركة والجوار الجغرافي والتراث القانوني والتنظيمي المشترك تؤيد جميعها مساحة عملة مشتركة لبلدان مجلس التعاون الخليجي. ولكن هناك جوانب سياسة اقتصادية مهمة تتمثل في تعزيز حركة العمالة وتوحيد وتبسيط شروط الاستثمار الأجنبي والتحرك صوب التنسيق الضريبي والمالي.

**خامساً: تعليقات نهائية وما ينتظر إنجازه**

إن ورقة مايكل بوردو مليئة بالمنظور التاريخي العريض بشأن أداء نظم سعر الصرف في إطار تكوينات ومعايير نقدية مختلفة وظروف اقتصادية هيكلية مختلفة وأيضاً نظم سياسية مختلفة وكذلك أحوال مختلفة. وينبغي أن نحتفظ بعدة دروس وهي: (أ) الأدلة الفعلية على نظم سعر الصرف تختلف اختلافا كبيراً عن الأدلة القانونية وأدلة المؤسسات المالية الدولية من قبيل صندوق النقد الدولي وينبغي أن تعبر عن الاختلاف في الترتيبات في منشوراتها وتقاريرها؛ (ب) لم تكن أسعار الصرف المعومة مرتبطة بالتضخم والنمو المتدني؛ (ج) إن

مفتاح التعويم الناجح وتفادي "الخوف من التعويم" هو التنمية المالية.[13] ومثلما أوضحت ورقة مايكل بوردو (البلدان التي يمكن أن تطبق بنجاح تعويماً خالصاً كانت متطورة مالياً أكثر من تلك التي لم تستطع أن تفعل ذلك". والسمات الرئيسة التي تميز البلدان الرئيسة من البلدان الهامشية تكمن في ظروف النضج المالي ألا وهي توافر أسواق مالية عريضة وعميقة وقوية وكذلك سياسات مالية سليمة تتجنب عجز الميزانية المنتظم وديناميكيات الدين العام التي لا يمكن أن تستمر وكذلك سلطات نقدية مستقلة بقدر كاف لكي تولد ظروف نقدية مستقرة. وللتغلب على "الخوف من التعويم" ستحتاج البلدان إلى التركيز على التنمية المالية وعلى تحديث نظم الدفع لديها ولا سيما اتباع نظم تسوية سندات ودفع تتسم بالكفاءة والأمان والسلامة.

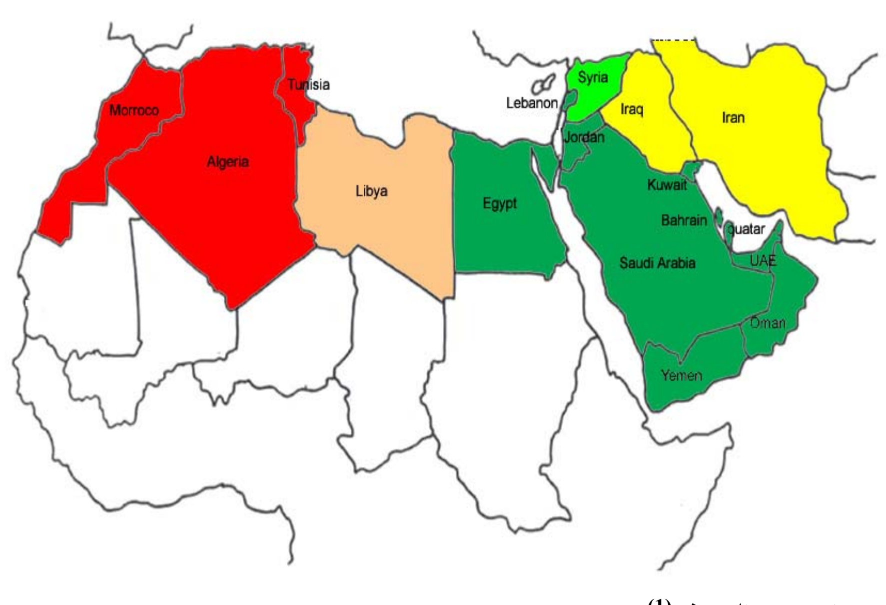
واعتقد أن هناك بعض الدروس والاستنتاجات المفيدة للبلدان العربية ألا وهي: (د) من الضروري وجود حرية أكبر في اختيار نظم وترتيبات سعر الصرف. فالمنطقة مفعمة بالقلاقل وتتعرض لعدد أكبر من الصدمات الحقيقية من قبيل أسعار النفط المتذبذبة والاعتماد الاقتصادي الكبير على دخل النفط والغاز والصادرات ودخل الحكومة وكذلك وجود صراعات وعدم أمن وندرة المياه والظروف المناخية التي تؤثر على الإنتاج الزراعي. كما أن انتشار الصدمات الحقيقية يتطلب قدراً أكبر من مرونة أسعار الصرف الاسمية والحقيقية. وينبغي لبلدان المنطقة أن تسعى لتحقيق مرونة أكبر في أسعار الصرف وتنفيذها عوضا عن ترتيبات ربط لا تستند إلى معايير اقتصادية ومالية سليمة؛ (هـ) إلى مدى سعي البلدان العربية لإيجاد عملة ارتكاز، يؤكد التحليل الاقتصادي والأدلة التجريبية أن اليورو سيكون عملة ارتكاز أفضل لمعظم البلدان العربية؛ (و) وينبغي للبلدان العربية أن تعزز استقلال بنوكها المركزية من خلال قوانين جديدة وإصلاحات مؤسسية تؤدي إلى تكوينات نقدية تفضل استقرار الأسعار؛ (ز) ينبغي أيضاً أن نستهدف تعزيز الروابط بين البنوك المركزية في المنطقة عن طريق عملية مخطط لها لتكامل نظم الدفع وتوسيع رقعة منطقة اليورو لكي تشمل البلدان العربية؛ (ح) يجب إيلاء أولوية إلى تطوير الأسواق المالية. وينبغي أن يبدأ ذلك بتطوير أسواق سندات الحكومة مما يسهل عملية الإصلاح المالي والضريبي، من خلال

[13] أنظر المناقشة في Calvo and Reinhardt (2000) للعوامل التي تحدد عدم الرغبة في تحديد المعاملات.

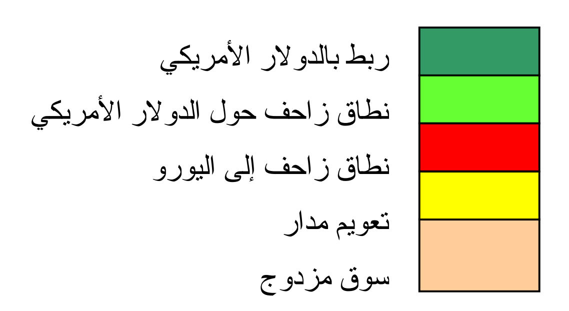
تمكين الحكومات من تقليل الفرق بين إيراداتها المتذبذبة ومدفوعاتها. وسيسهل إصلاح أسواق سندات الحكومة تنفيذ سياسة نقدية وظهور مؤسسات مقرضة على الأجل الطويل.

واعتقد أنه يمكن تطبيق الدروس المذكورة أعلاه على نطاق واسع في الأسواق العربية والأسواق الناشئة الأخرى. وهي تساعد واضعي السياسة على تفادي الأخطاء وتوسيع مجموعة الخيارات الممكنة لنظم سعر الصرف والتوصل إلى النضوج المالي.

**الشكل (1): ترتيبات أسعار الصرف للشرق الأوسط وشمال أفريقيا (2001)**




**ترتيبات سعر الصرف**(1)




(1) لا توجد بيانات عن أسعار الصرف في العراق التي تحددها السوق بعد عام 1998.

**الجدول (1): أفضل عملة ارتكاز على أساس من المعايير الثلاثة**

| البلد | التجارة | VP=تحركات السعر | VY=تحركات الناتج |
|---|---|---|---|
| الجزائر | اليورو | اليورو | اليورو |
| إيران | اليورو | اليورو | اليورو |
| الأردن | اليورو | الدولار | اليورو |
| موريتانيا | اليورو | اليورو | اليورو |
| المغرب | اليورو | اليورو | اليورو |
| عمان | اليورو/ الين | الدولار | الين |
| المملكة العربية السعودية | اليورو | الدولار | الدولار/ اليورو |
| سورية | أوروبا | الدولار | اليورو |
| الإمارات العربية المتحدة | الين/ اليورو | الدولار | اليورو |

المصدر: Alesina, Barro, Tenreyro (2002).

# المراجع:


1. Alesina, A. and R. Barro. 2002. "Currency Unions," *Quarterly Journal of Economics*, May, pp. 409-36.

2. Alesina, A. and R. Barro. .2001. "Dollarization," *AEA Papers and Proceedings,* May, pp. 381-85.

3. Alesina, A., R. Barro, and S. Tenreyro. 2002. "Optimal Currency Areas," *NBER Working Paper 9072*. Cambridge, MA: NBER.

4. Barro R. and S. Tenreyro. 2003. "Economic Effects of Currency Unions," *NBER Working Paper 9435*. Cambridge, MA: NBER.

5. Calvo, G. and C. Reinhart. 2002. "Fear of Floating," *Quarterly Journal of Economics,* Vol. 117, No. 2, pp. 379-408.

6. Fischer, S. 2001. "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?" *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, pp. 3-24.

7. Ghosh, A., M. Gulde, and H. Wolf 2002. *Exchange Rate Regime, Choices and Consequences*. Cambridge, MA: MIT Press.

8. Glick, R. and A. Rose. 2001. "Does a Currency Union Affect Trade? The Time Series Evidence," *NBER Working Paper 8396*, Cambridge, MA: NBER.

9. Mundell, R. 1961. "The Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Revi*ew; Vol. 51 (September), pp.657-61.

10. __________ .1963. "Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates," *Canadian Journal of Economics and Political Science*, Vol. 29, No.4, pp. 475-85.

11. Mussa, M. 2002. *Testimony before the US Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, Subcommittee on International Trade and Finance, on "Argentina's Economic Crisis*', 28 February.

12. Reinhart, C. and K. Rogoff 2002. "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation." *NBER Working Paper 8963*. Cambridge, UA: NBER.

13. Rose, A. 2000. "One Money One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade," *Economic Policy,* Vol. 30, (April), pp. 7-33.

14. Rose, A. and E. van Wincoop. 2001. "National money as a Barrier to International Trade: The Real Case for Currency Union," *American Economic Review*, May, pp.386-90.

## الفصل الثالث

# الاتحاد النقدي لدول مجلس التعاون الخليجي: بعض الاعتبارات بشأن نظام سعر الصرف


د. جورج ت. عابد و د. س. نوري إرباس ود. بهروز غويرامي*


### مقدمة

تفوق أوجه الشبه بين اقتصادات مجلس التعاون الخليجي – نصيب كبير من إنتاج النفط في الناتج والاعتماد على صادرات النفط وعملات ومستويات أسعار مستقرة – بدرجة كبيرة أوجه الخلاف.[1] فالتقارب الجغرافي والروابط السياسية والثقافية البعيدة الأمد واللغة المشتركة ومستويات المعيشة العالية وجهود سياسة متسقة، كلها لبنات طبيعية موجودة بالفعل لاتحاد اقتصادي ناجح.

واعتباراً من 1 كانون الثاني/ يناير 2003، بدأت بلدان مجلس التعاون الخليجي رسميا ربط عملاتها بالدولار كخطوة أولى صوب تحقيق الاتحاد النقدي، المقرر أن يدخل حيز الوجود عام 2010. وفي التاريخ نفسه، بدأ سريان الاتحاد الجمركي في جميع أنحاء مجلس التعـاون


* عابد مدير دائرة الشرق الأوسط ووسط آسيا، إرباس اقتصادي أول في الدائرة، وبهروز غويرامي مساعد خاص لمدير دائرة أفريقيا، صندوق النقد الدولي.


يود المولفون بأن يتقدموا بالشكر إلى زبير إقبال وشيرا ل. سايرز وزياد فارز والمشاركون في هذه الندوة.


[1] بلدان مجلس التعاون الخليجي هي الإمارات العربية المتحدة والبحرين وعمان وقطر والكويت والمملكة العربية السعودية.

الخليجي. وبصورة فعلية كانت عملات مجلس التعاون الخليجي مرتبطة بالدولار الأمريكي.[2] وتلقائياً وفر الارتباط السائد بالدولار وغياب أي قيود ملموسة على الحساب الجاري والحساب الرأسمالي سياسة نقدية متسقة من البداية أو، على الأقل، حددا قيودا ضيقة مشتركة على مجال التدخلات النقدية، وأيضا على سياستي سعر الفائدة والاحتياطي. وعلى الرغم من أن أولويات المالية العامة وسياساتها قد أظهرتا اختلافات أكبر فيما بين بلدان مجلس التعاون الخليجي، فقد ظلت الأولوية العريضة للمالية العامة تحويل الثروة النفطية إلى الشعب من خلال الموازنة (باستخدام استثمارات عامة وأجور ورواتب ودعم وتحويلات) وعكست سياسات المالية العامة التذبذبات في الدخل المعتمد إلى حد كبير على النفط.

ومن ناحية أخرى، يجب تنفيذ بعض السياسات والتدابير الحيوية قبل عام 2010 لضمان نجاح الاتحاد النقدي لمجلس التعاون الخليجي. وقارن Fasano and Schaechter (2003) شروط استحداث اتحاد نقدي ناجح في مجلس التعاون الخليجي مع اتحادات نقدية أخرى موجودة بالفعل (على سبيل المثال، منطقة اليورو ومنطقة فرنك الاتحاد المالي الإفريقية)، وأوصيا على ضرورة أن يضع مجلس التعاون الخليجي إطار عمل مؤسسي وبعض المعايير المرجعية الكمية الأساسية مثل اتفاق ماستريخت للاتحاد الأوروبي.[3]

---

[2] حتى 1 كانون الثاني/يناير، 2003، كانت الكويت هي الاستثناء، فعملتها كانت مربوطة بسلة عملات رئيسة. ومع ذلك، فنظرا للنصيب الكبير للدولار الأمريكي في تلك السلة، كان الدينار الكويتي مرتبطا فعليا بالدولار الأمريكي. ومع أن الدينار البحريني والريال السعودي والريال القطري والدرهم الإماراتي كانوا مرتبطين رسميا بوحدات السحب الخاصة، ففي الواقع كانت هذه العملات مرتبطة بالدولار بأسعار ثابتة.

[3] يوصي هذان المؤلفان بتنفيذ السياسات التالية: (أ) إنشاء بنك يتصف باللامركزية لمجلس التعاون الخليجي يكون مسؤولا عن إدارة السياسة النقدية بالتنسيق مع البنوك المركزية لبلدان مجلس التعاون الخليجي؛ (ب) تطوير أدوات نقدية ملائمة مشتركة بالتزامن مع إنشاء أسواق سندات وأسهم؛ (ج) وضع نظام لإدارة الأزمات المالية؛ (د) ضمان استمرار المالية العامة من خلال الإصلاحات الهيكلية ووضع سقف على العجز غير النفطي في الموازنة وعلى دين الحكومة (هـ) تعزيز التنافس في السوق عن طريق سن قوانين ووضع نظم ولوائح أعمال ملائمة؛ (و) ضمان التحرك الحر للعمالة فيما بين بلدان مجلس التعاون الخليجي والتصدي للضغوط المتزايدة للبطالة من خلال سياسات ملائمة للأجور والعمالة؛ (ز) تحسين شفافية السياسة (ولا سيما شفافية الموازنة) وإصدار بيانات الاقتصاد الكلي في حينها وشمولها.

وبالإضافة إلى خلق إطار العمل المؤسسي المطلوب، توجد خطوة حيوية لتشكيل اتحاد عملة ألا وهي اختيار نظام سعر صرف ملائم. وتركز هذه الورقة على فحص بدائل ربط سعر صرف وحدة الاتحاد النقدي لمجلس التعاون الخليجي بغية ضمان الاستقرار الخارجي والقدرة التنافسية. ونقارن بين الربط السائد بالدولار والربط بسلة من الدولار واليورو.

ونظرا لأن تجارة النفط الدولية مقوّمة بالدولار إلى حد كبير، فقد أفاد الربط بالدولار بلدان مجلس التعاون الخليجي فائدة كبيرة. وأثبت استقراره في مواجهة التقلبات الكبيرة في أسعار النفط، وتخلص على الأقل من مخاطر سعر الصرف وأدى إلى استقرار التذبذبات في الثروة المالية المقوّمة أيضا بالدولار إلى حد كبير. وحيث أن النفط يشكل الجزء الأكبر من صادرات مجلس التعاون الخليجي وأن النصيب الإجمالي للصادرات غير النفطية صغير، فقد ظل الاستقرار الخارجي ومصداقية الوضع النقدي أكبر مصدريّ قلق، مقارنة بالقدرة التنافسية، في توافق الآراء السائد في بلدان مجلس التعاون الخليجي بالاستمرار في الربط بالدولار.

ولكن قد تصبح سياسة صرف أكثر مرونة مستصوبة بغية ضمان القدرة التنافسية للصادرات غير النفطية مع تنوع اقتصادات مجلس التعاون الخليجي عبر الوقت. وتواجه بعض بلدان مجلس التعاون (البحرين وعُمان) استنفاد احتياطياتها النفطية في المستقبل القريب، ولذلك فهي بحاجة إلى انتهاج سياسات لترويج نمو القطاع غير النفطي. وحتى في بلدان مجلس التعاون الخليجي، التي لا تواجه احتمال استنفاد احتياطياتها النفطية في المستقبل القريب، هناك حاجة متزايدة لتوسيع القطاع غير النفطي وزيادة نصيب الصادرات غير النفطية. وتعكس هذه الحاجة الضغوط الديموغرافية المشتركة فيما بين جميع بلدان مجلس التعاون الخليجي، ألا وهي كثرة السكان الصغار السن والقوة العاملة السريعة النمو. ويعمل الجزء الأكبر من السكان الأصليين لبلدان مجلس التعاون الخليجي في القطاع العام، وفي بعض البلدان تصل النسبة إلى 95 في المائة من القوة العاملة. ولذلك سيظل خلق فرص عمل تدر دخلا لعدد كبير من الذين يدخلون لأول مرة في القوة العاملة تحدياً كبيراً في جميع أنحاء مجلس التعاون الخليجي في السنوات القادمة. ويستدعي هذا الأمر سياسات للترويج للتنوع الاقتصادي من خلال زيادة نمو القطاع غير النفطي.

ويزداد أيضا اندماج مجلس التعاون الخليجي في الأسواق الدولية. وتدور الآن مفاوضات من أجل التوصل إلى ترتيب *تجارة حرة* مع الاتحاد الأوروبي كما أن مجلس التعاون الخليجي جزء من *المنطقة العربية الكبرى للتجارة الحرة*. وتزيد هذه التطورات التأكيد على ضرورة صون القدرة التنافسية الدولية في القطاع غير النفطي. وفي هذا الصدد، يمكن النظر إلى الربط السائد إلى الدولار، في بعض الحالات، على أنه يقوّض القدرة التنافسية الدولية لا سيما القدرة التنافسية للصادرات غير النفطية. وفي العقد القادم، قد يتطلب توليد نمو قائم على الصادرات في القطاع غير النفطي نظام سعر صرف أكثر مرونة من الربط السائد إلى الدولار بغية ضمان القدرة التنافسية للصادرات غير النفطية في الأسواق الدولية.

وبالإضافة إلى القدرة التنافسية، هناك مصدر قلق رئيسي آخر في عملية اتخاذ قرار بشأن نظام سعر صرف ملائم ألا وهو ضمان الاستقرار الخارجي. فقد يكون للربط بالدولار آثار سلبية على استقرار صادرات وواردات بلدان مجلس التعاون الخليجي مقابل التقلبات في أسعار الصرف التقاطعية بين عملات بلدان مجلس التعاون الخليجي والعملات الرئيسة الأخرى غير الدولار. ولذلك، قد يكون هناك بعض الصواب في الربط بسلة من العملات (على سبيل المثال، حقوق السحب الخاصة) عوضا عن الربط بعملة واحدة.

ودرس Erbas, Iqbal, and Syers (2001) إذا كان من شأن ربط كل عملة من عملات مجلس التعاون الخليجي على حدة بوحدات السحب الخاصة عوضا عن الربط بالدولار أن يحسن الاستقرار الخارجي. وتتكون وحدات السحب الخاصة من خمس عملات رئيسة، وهي أكثر استقرارا بكثير من مكوناتها.[4] ولذلك فهناك حجة أكثر جاذبية ألا وهي أن الربط الاسمي بوحدات السحب الخاصة قد يؤدى إلى سعر صرف أكثر استقرارا؛ ومن ثم قد يتحسن استقرار التجارة الخارجية. ومع ذلك، فقد أوضح أولئك المؤلفون أنه، على الأقل في حالة بلدان مجلس التعاون الخليجي، فإن الاستقرار الخارجي لن يتحسن بالضرورة نتيجة للربط بوحدات السحب الخاصة. فبينما يُحسِّن الربط بوحدات السحب الخاصة استقرار أسعار الصرف بين عملات مجلس التعاون الخليجي وعملات وحدات السحب الخاصة غير الدولار

[4] المارك الأماني والفرنك الفرنسي (حل اليورو محل كل منهما الآن) والجنيه الإسترليني والين الياباني والدولار الأمريكي

الأمريكي، فهو يزيد من تذبذب أسعار الصرف بين عملات مجلس التعاون الخليجي والدولار. ويعتمد تفضيل ربط على الآخر بصورة حيوية على مرونة الصادرات والواردات من وإلى الولايات المتحدة، ومن وإلى البلدان الأخرى التي تكوّن عملاتها وحدات السحب الخاصة، ومن وإلى سائر أنحاء العالم. وخلص المؤلفون إلى أنه في معظم بلدان مجلس التعاون الخليجي وبالنسبة لمعظم مكونات التجارة الدولية (الواردات والصادرات النفطية وغير النفطية والميزان التجاري)، تفوق مكاسب الاستقرار الناجمة عن الاستمرار في الربط بالدولار مكاسب الاستقرار الناجمة عن التحول إلى الربط بوحدات السحب الخاصة. وتعكس هذه النتيجة، إلى حد كبير، أن معظم صادرات النفط وجزءا كبيرا من الواردات والأصول والخصوم المالية الخارجية لبلدان مجلس التعاون الخليجي يتم تقويمها بالدولار. ونتيجة لذلك، لا يوجد ما يدعو إلى التحول إلى الربط إلى وحدات السحب الخاصة.

وهناك بالطبع اعتبارات سياسة عامة أخرى في اختيار عملة الربط بالإضافة إلى القدرة التنافسية والاستقرار الخارجي. وفي بلدان مجلس التعاون الخليجي تتضمن تلك الاعتبارات مصداقية موقف سياسة سعر الصرف والنقد وتأثيرات تذبذب سعر الصرف على الأسواق المالية والثروة المالية وتكلفة التعاملات. وما لم يتم تحقيق مكاسب ملموسة من التحول من الربط بالدولار إلى ربط آخر، فقد تسيطر هذه الاعتبارات وتؤيد قرار مواصلة الربط بالدولار.[5] هل من الممكن التعامل بصورة ملائمة مع تلك الاعتبارات عن طريق ربط أبسط من الربط بوحدات السحب الخاصة وتحقيق مكاسب استقرار أكبر في الوقت نفسه؟

وقد بزغ في أوروبا اتحاد عملة قوي ويتحرك بسرعة لكي يصبح اتحاداً اقتصادياً وسياسياً كامل الأهلية. ويستحق اليورو، وحدة عملة الاتحاد الأوروبي، أن يكون عملة دولية نظراً لكل من استقراره وحجم وعمق الأسواق التي يؤدي فيها دوراً. وعلى نحو متزايد، قد ينافس اليورو الدولار الأمريكي في تحقيق مهام الاحتياطي الدولي وعملة التدخل، وقد يستحوذ على نصيب كبير من معاملات التجارة الدولية وتراكم الأصول بوصفه وحدة محاسبية ووسيلة دفع على حد سواء. ومع بزوغ اليورو، فإن ربط العملة المشتركة لبلدان مجلس التعاون الخليجي

[5] مؤخراً، قدم Jadresic (2002) حجج مشابهة.

المزمع إصدارها في المستقبل بسلة تتكون من اليورو والدولار الأمريكي يبدو أبسط بكثير في إدارته من الربط بوحدات السحب الخاصة. ومن المحتمل أن تصبح هاتان العملتان عملتي التعامل في جزء كبير من التجارة الدولية والمعاملات المالية غير التجارية.

تحاول هذه الورقة أولا الإجابة عن السؤال التالي: هل يمكن للاتحاد النقدي لمجلس التعاون الخليجي تحقيق مكاسب استقرار خارجي كبيرة بدرجة كافية لتبرير التحول من الربط السائد بالدولار إلى ربط بسلة تتكون من الدولار واليورو؟ نعرض نموذجاً بسيطا للاستقرار الخارجي يمكن تقديره، يعتمد على دراسة Erbas, Iqbal, and Sayers (2001)، ونقدم تقديرات مرونة للمكونات المختلفة للحساب التجاري ونفحص إمكانية تحسين استقرارها إذا تم التحول إلى ربط إلى سلة من الدولار واليورو. وهذا النموذج إجمالي ولا يفرق بين بلدان مجلس التعاون الخليجي. ولكن يتم تطبيق النموذج على الحسابات الكلية لجميع بلدان مجلس التعاون الخليجي، توقعا لإمكانية استحداث اتحاد عملة في جميع أنحاء مجلس التعاون الخليجي.

والاستنتاج الرئيسي هو استناداً للظروف الحالية لعلاقات التبادل والتجارة، قد يستفيد الاستقرار الخارجي لاتحاد عملة مجلس التعاون الخليجي بنفس القدر في إطار الربط السائد بالدولار. وذلك يعني أن الربط بسلة من الدولار واليورو لن يتفوق بالضرورة على الربط بالدولار فيما يتعلق بتحسين الاستقرار الخارجي. وإضافة إلى ذلك، فمن شأن إدارة السياسة العامة، تحت ظل الربط بالدولار، أن تستمر على إتباع الأساليب المعروفة بالفعل في تعاملها مع اعتبارات السياسة العامة غير تلك المتعلقة بالاستقرار.

ومع ذلك فمعيار الاستقرار الخارجي الذي يستخلص هذا الاستنتاج ضيق بعض الشيء. فهو لا يراعي اعتبارات الميزانية العمومية الناجمة عن التنويع في الأصول المالية الخارجية لبلدان مجلس التعاون الخليجي والدخل الناجم عن ذلك. وبزيادة أهمية تلك الاعتبارات عبر الوقت، سيكون من الضروري أن يضعها معيار الاستقرار في الحسبان. وعلى قدر أكبر من الأهمية، فإن معيار الاستقرار المستخدم في هذا التحليل لا يتصدى للمسألة المهمة المتمثلة في تحسين القدرة التنافسية للصادرات غير النفطية. ونوسع نطاق النموذج المستخدم في إطار

معيار الاستقرار لتقديم بعض الملاحظات النوعية بشأن القدرة التنافسية، ونصل إلى احتمال وجود بعض المفاضلات بين الاستقرار والقدرة التنافسية. وعلى الرغم من أن الربط بالدولار قد يضمن قدرا أكبر من الاستقرار، فقد يتأتى ذلك على حساب تدهور القدرة التنافسية معبراً عن ارتفاع وانخفاض قيمة الدولار مقابل اليورو (ومقابل عملات رئيسة أخرى). ونتيجة لذلك، فمع زيادة نصيب الصادرات غير النفطية والتنوع في الأصول غير الدولارية عبر الوقت، قد يكون من المستصوب لاتحاد عملة مجلس التعاون الخليجي التحرك صوب سياسة سعر صرف أكثر مرونة. وقد يصبح الربط إلى سلة من الدولار واليورو ترتيبا مؤقتا صوب سياسة سعر صرف أكثر مرونة في المستقبل.

ويترتب على تحليلنا أنه لا يمكن ضمان الاستقرار الخارجي وأيضا تحقيق القدرة التنافسية الخارجية باستخدام أداة واحدة، ألا وهي اختيار نظام لسعر الصرف. فتحقيق تلك الأهداف للسياسة يتطلب استخدام أدوات إضافية. وعلى قدر كبير من الأهمية، ستؤدي سياسات الأجور والأسعار دورا مهما في تحقيق القدرة التنافسية في الأسواق الدولية. وقد تتطلب أيضاً الحاجة إلى توظيف قوة عاملة من السكان المواطنين بأعداد متزايدة في القطاع غير النفطي تنفيذ سياسات لضمان أن قوة العمل من السكان المواطنين تستطيع منافسة العمالة الأجنبية. وقد يتطلب ذلك درجة كبيرة من مرونة الأجور إلى جانب استراتيجية استثمار تدعم الإنتاجية، بغية ضمان القدرة التنافسية للصادرات غير النفطية في الأسواق الدولية.

وتم تخطيط الورقة كما يلي. بعد هذه المقدمة، يرد الافتراض الأساسي والحجج للنموذج في القسم الثاني. ويعرض القسم الثالث خصائص ونتائج تحليل الانحدار. ويفحص القسم الرابع المفاضلات بين الاستقرار والقدرة التنافسية في سياق الربط بالدولار والربط بسلة من الدولار واليورو. وترد الاستنتاجات في القسم الخامس. ويشرح الملحق الأول مجموعة البيانات وخصائصها. ويرد في الملحق الثاني الهيكل النظري للنموذج. وأخيرا، يفحص الملحق الثالث معايير السياسة المتاحة لواضع السياسة في إطار الربط إلى عملتين.

**ثانياً: الحجج الأساسية**

نبدأ بجعل $R$ تعبر عن العملة الموحدة لمجلس التعاون الخليجي. وأحد البدائل المتاحة للربط بعملة واحدة، الدولار ($)، هو الربط بسلة من عملتين، تتكون من الدولار واليورو (€). ويعني ربط $R$ بسلة من عملتين بسعر ثابت ما يلي:

$$\sigma(R) = \alpha(\$) + (1-\alpha)(€) \quad (1)$$

حيث $\sigma$ و $\alpha$ قيمتان ثابتتان تحددان سعر الصرف الاسمي بين $R$ والسلة، بمعنى أن قاعدة الربط إلى سلة تثبت قيمة كل من $\sigma$ و $\alpha$.[6]

يوضح الربط بالدولار فقط أن $\alpha = 1$ وأن سعر صرف العملة الموحدة بالدولار $E= \$/R$ يساوي $\sigma$، وهو ثابت. ولكن الربط بسلة من الدولار واليورو يشير إلى أنه بعد اختيار قيمة لـ $\sigma$ ، تحدد $\alpha$ بحيث $0 < \alpha < 1$. حينئذ، وطبقا للقاعدة في (1)، لا يكون سعر الصرف $\$/R= E$، وسعر الصرف (العملة الموحدة باليورو) $V = €/R$، من الثوابت. ولنجعل $\$/€ = Z$ هو سعر الصرف الاسمي لليورو بالدولار. وبموجب قاعدة الربط إلى سلة في (1) يمكن التعبير عن $E$ و $V$ كما يلي:

$$Z = \$/€;\ E = \$/R;\ V = €/R = €/\$\ \$/R = E/Z \quad (2)$$

وباستخدام قاعدة الربط بسلة في (1)، يمكن تفسير الرمز في المعادلة (2) كما يلي. إذا تم ربط $R$ بالدولار فقط،يكون الوزن الترجيحي للدولار في السلة، $\alpha$، يساوي واحد ويكون الوزن الترجيحي لليورو، ($1-\alpha$ )، يساوي صفر. وبذلك، تعني المعادلة (2) ضمناً أن

[6] كما سيتضح، المتغير الحيوي في السياسة في هذا النموذج هو α (راجع الملحقان الثاني والثالث). ومع بداية سريان اتحاد عملة مجلس التعاون الخليجي، من المحتمل ظهور قيمة كل من σ و α بتوافق الآراء. وستؤدي معدلات التبادل التجاري لكل بلد، والوزن الترجيحي للتجارة والوزن الترجيحي لإجمالي الناتج المحلي وما إلى ذلك دورا مهما في تحديد سعر الصرف المشترك في مجلس التعاون الخليجي مقابل العملات الرئيسة.

$E=\$/R$ هو ثابت (أو أن $E$ مستقر على نحو كامل) ولكن $V= E/Z$ أقل استقرارا مما قد تكون عليه في سلة من الدولار واليورو والذي يعبر عن تقلبات في $Z$. وذلك لأن بموجب الربط بسلة من شأن $E$ أن يكون أيضا متغيراً، وسيقلل تقلبه أثر التقلبات في $Z$ على $V$. ولذلك فإن الانتقال من الربط بالدولار إلى الربط بسلة من الدولار واليورو له تأثير يؤدي إلى عدم استقرار سعر الصرف $E$، ولكن له تأثير يؤدي إلى الاستقرار في سعر الصرف $V$، والذي يعبر عن تأثير التقلبات في سعر الصرف $Z$.

أي ربط سعر صرف سيؤدي إلى استقرار خارجي أكبر؟ يزعم Erbas, Iqbal, and Sayers (2001) أن *مرونات* الإجماليات الخارجية (الواردات والصادرات والميزان التجاري) فيما يتعلق بسعري الصرف الفعليين الحقيقيين لكل من $E$ وVستحدد إذا كانت الإجماليات الخارجية أكثر استقراراً في ظل الربط بالدولار أو الربط بسلة عملات.

ويمكننا أن نعبر عن إجمالي حساب خارجي (على سبيل المثال الواردات) كما هو وارد في الدالة التالية:

$$M = f(e, v, Y), \qquad (3)$$

حيث $e$ و $v$ هما سعرا الصرف الفعليان الحقيقيان اللذان ينطبقان على سعر الصرف $E$ و $V$ و$Y$ إجمالي الدخل الحقيقي لبلدان مجلس التعاون الخليجي، و $M$ الواردات الحقيقية.
يمكننا تحديد $e$ و $v$ بأنهما :

$$e = E\,[P/P^{\$}];\ v = V\,[P/P^{€}] \qquad (4)$$

حيث $P$ مستوى الأسعار في بلدان مجلس التعاون الخليجي، و $P^{\$}$ مستوى الأسعار في الولايات المتحدة و $P^{€}$مستوى الأسعار في منطقة اليورو.

كيف وإلى أي مدى يمكن لواضع السياسة تقليل مدى تقلب $e$ و $v$، إذا كانت عملة البلد مربوطة بسلة من الدولار واليورو؟ بوجه عام، تشير دالة الواردات في (3) إلى أن التقلبات

في أسعار الصرف الفعلية الحقيقية هي العامل المحدد لاستقرار الواردات. وحسب قاعدة سلة العملات الواردة في (1)، يمكن لواضع السياسة أن يتحكم في الاختلافات في $E$ و $V$ عن طريق اختيار القيمة الملائمة لـ α. وكما يمكن أن نلاحظ من (1)، إذا كانت α = 1، تكون العملة مربوطة بالدولار فقط وينخفض تقلب $E$ إلى الصفر ولكن يزداد تقلب $V$. وإذا كانت α = 0، تكون العملة مربوطة باليورو فقط ويكون تقلب $V$ يساوي صفرا ولكن يزداد تقلب $E$ . ويشير اختيار قيمة وسيطة لـ α، 0< α>0 <1، إلى وجود مفاضلات بين إضفاء سمة الاستقرار على $E$ وعلى $V$.[7]

السؤال ذو الأهمية الآن هو، أي سعر صرف فعلي حقيقي، $e$ أو $v$، هو المصدر الرئيسي لعدم استقرار الواردات؟ وتعتمد الإجابة على مرونة الواردات فيما يتعلق بـ $e$ و $v$.[8]

يمكن تقدير مرونات الواردات بالنسبة لـ $e$ و $v$ كما سنرى لاحقاً. ولنفترض أن نتائج التقدير أوضحت أن مرونة الواردات فيما يتعلق بـ $e$ لها دلالة إحصائية ولكن المرونة فيما يتعلق بـ $v$ ليست لها دلالة. في هذه الحال ( بعد التعويض عن $e$ من المعادلة (4))، تصبح دالة الواردات في (3) على النحو التالي:

$$M = f\,(E\;[P/P^{\$}],\;Y\,) \qquad (5)$$

ولذلك، فتأثير التقلبات في $v$ على الواردات ليس له دلالة والمصدر الرئيسي لعدم استقرار الواردات هو التقلبات في $e$. ومع ذلك، تكون $e$ في أقصى حالات استقرارها حينما تكون $E$

---

[7] القيمة المثالية لـ α هي القيمة التي يكون عندها التأثير المجمع للتقلبات في كل من e و v في حده الأدنى. ونشرح كيف يتم تحديد هذه القيمة في الملحق الثاني. ونركز على الأداة التي يمكن أن يتحكم فيها واضع السياسة وهذه الأداة هي قيمة α، التي تحدد الوزن الترجيحي للدولار ولليورو في سلة العملات. ونبرر في الملحق الثالث هذا التركيز في حالة بلدان مجلس التعاون الخليجي.

[8] تلك المرونات هي $\frac{dM}{M}\Big/\frac{de}{e}$ و $\frac{dM}{M}\Big/\frac{dv}{v}$. ويرد شرح اشتقاق مرونات e و v في الملحق الثاني.

في أقصى حالات استقرارها. ولذلك، فالسياسة الملائمة هي ربط $R$ بالدولار فقط. وهذا يعني أنه ينبغي لواضع السياسة أن يختار $\alpha = 1$ لكي تقل التقلبات في $E$ إلى الصفر، وبذلك تقل تقلبات الواردات إلى حدها الأدنى.

ومن ناحية أخرى، قد تشير نتائج التقديرات إلى أن مرونة الواردات فيما يتعلق بـ $v$ لها دلالة ولكن التقلبات فيما يتعلق بـ $e$ ليست لها دلالة. وحينئذ، بعد التعويض عن $v$ من (4)، تصبح دالة الواردات في (3) على النحو التالي:

$$M = f\,(V\,[P/P^{€}],\,Y) \qquad (6)$$

وفي هذه الحال، يكون تأثير التقلبات في $e$ على الواردات ليس له دلالة ويكون المصدر الرئيسي لعدم استقرار الواردات هو التقلبات في $v$. ولكن $v$ تكون في أقصى حالات استقرارها عندما تكون $V$ مستقرة أيضاً. وبذلك، تكون السياسة الملائمة هي ربط $R$ باليورو فقط. وينبغي لواضع السياسة اختيار $\alpha = 0$ بحيث تقل التقلبات في $V$ إلى الصفر وتقل تقلبات الواردات إلى حدها الأدنى.

نتيجة الحجج السابقة الذكر أنه، في بعض الحالات، يكون الربط إلى سلة من العملات زائداً عن الحاجة. وقد ينجح الربط إلى عملة واحدة (الدولار) بنفس القدر بغية تحقيق قدر أكبر من الاستقرار الخارجي. وقد تكون هي الحال إذا كان سعر الصرف $E$ هو المصدر الرئيسي لعدم الاستقرار ولا ينطبق ذلك على سعر الصرف $V$.

ماذا يحدث لو وجدنا أن المرونتين فيما يتعلق بكل من $e$ و $v$ لهما دلالة إحصائية؟ حينئذ، كما أوضحنا في الملحق الثاني، ينبغي اختيار الوزن الترجيحي للدولار واليورو في سلة العملة بحيث يكون التأثير المجمع للتقلبات في سعري الصرف الاسميين $E$ و $V$ في حده الأدنى وبذلك يمكن تقليل التقلبات في الواردات إلى حدها الأدنى. وبغية معرفة الحالة بالنسبة للمجملات الخارجية لبلدان مجلس التعاون الخليجي، واصلنا العمل بتقدير المرونات ذات الصلة للحساب التجاري المجمع لبلدان مجلس التعاون الخليجي في القسم التالي.

**ثالثاً: الانحدار**

**1. خصائص الانحدار**

نقدر النموذج باستخدام التفاضل الأول لمعادلة الانحدار الواردة أدناه:

$ln$ (المتغير التابع)$)_t - ln($المتغير التابع$)_{t-1}$ =

$$c_0 + c_1 (ln\ e_t - ln\ e_{t-1}) + c_2(ln\ v_t - ln\ v_{t-1}) + c_3(ln\ Y_t - ln\ Y_{t-1}) \qquad (7)$$

في المعادلة (7)، تشير $t$ إلى الزمن؛ وكما هو واضح في الملحق الأول، تشير $c_1$ و $c_2$ و $c_3$ إلى مرونات $e$ و $v$ و $Y$ على التوالي. والمتغير التابع هو المكوِّن المنتقى للتجارة؛ ويعني Y، حسبما يقتضي الحال، الناتج المحلي الإجمالي لبلدان مجلس التعاون الخليجي أو إجمالي الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة أو الناتج المحلي الإجمالي لمنطقة اليورو أو الناتج المحلي الإجمالي للعالم. وأُجري الانحدار للفترة 1987-2001، على أساس من البيانات السنوية. وقد تم اختيار فترة الانحدار على أساس الحجج والملاحظات الواردة في الملحق الأول. ويرد في الملحق الأول أيضاً وصف المنهاجية المتبعة لاشتقاق البيانات المجمعة الضرورية ويرد فيه شرح مصادر البيانات.

**2. نتائج الانحدار**

ترد نتائج تحليل الانحدار الرئيسة، المنتقاة على أساس جدارتها الإحصائية، في الجدول (1). ونقدم النتائج ذات القدر الأكبر من الجدارة حيث تكون قيمة α في المجال الممكن (بين صفر وواحد، $0 \leq \alpha \leq 1$). وتشير النتائج في الجدول (1) بوضوح إلى التحيز إلى الدولار لتقليـــل

عدم استقرار المجملات التجارية إلى حدها الأدنى.[9] ويظل السؤال المثير حول الصادرات غير النفطية؛ وعلى الرغم من أن نتائج تحليل الانحدار ليست لها دلالة، فقد يتحسن استقرار ذلك المجمل التجاري في إطار الربط بسلة بوزنين يكادا يكونا متساويين للدولار واليورو ($\sigma$=0.47).

[9] اختلف سعر صرف الدينار الكويتي بالنسبة إلى الدولار أثناء الفترة 1987-2001 ويقلل هذا إلى حد ما جدارة نتائج تحليل الانحدار لتلك الفترة. ومع ذلك، فبعد الحرب، انتهجت الكويت ربطا مرنا بنحو ضيق للغاية بالدولار. وكان متوسط سعر صرف الدينار أثناء الفترة 1992-2001 قرابة 3.32 وكان التغير حول هذا المتوسط بنسبة 1.2 في المائة. ومن المثير ملاحظة أنه في الدراسة المؤخرة التي أجراها Erbas (2002)، أوضحت تحليلات مشابهة لنتائج الانحدار أن تجميع التجارة الخارجية للكويت قد يكون أكثر استقرارا في إطار ربط ثابت بالدولار أيضا.

**الجدول (1): تقديرات المرونة المجمعة لبلدان مجلس التعاون الخليجي ($c_1, c_2, c_3$) والقيمة الضمنية لـ$\alpha$*[(1)]**

| 1987-2001 | $c_0$ | $c_1$ | $c_2$ | $c_3$ | $a^* = c_1/(c_1+c_2)$ | Implied peg الربط الضمني |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Imports from U.S. (Y = GCC GDP) الواردات من الولايات المتحدة (Y= الناتج المحلي الإجمالي لبلدان مجلس التعاون الخليجي) | | | | | | |
| Coefficient estimate تقدير المعامل | -0.02 | -1.09 | -0.04 | 1.21 | 0.96 | $ (?) |
| t-statistic إحصائية "t" | -0.53 | -0.61 | -0.15 | 3.50 | | |
| Imports from the world (Y = GCC GDP) الواردات من العالم (Y= الناتج المحلي الإجمالي لبلدان مجلس التعاون الخليجي) | | | | | | |
| Coefficient estimate تقدير المعامل | 0.04 | -0.45 | -0.10 | 0.11 | 0.81 | $ (?) |
| t-statistic إحصائية "t" | 1.23 | -0.29 | -0.43 | 0.36 | | |
| Oil exports to the world (Y = World GDP) صادرات النفط إلى العالم (Y= الناتج المحلي الإجمالي للعالم) | | | | | | |
| Coefficient estimate تقدير المعامل | -0.13 | -8.36 | 0.92 | 2.51 | 1.00 | $ |
| t-statistic إحصائية "t" | -1.30 | -2.21 | 1.00 | 1.33 | | |
| Exports to U.S. (Y = U.S. GDP) الصادرات إلى الولايات المتحدة (Y= الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة) | | | | | | |
| Coefficient estimate تقدير المعامل | -0.11 | -8.53 | 0.19 | 1.05 | 1.00 | $ |
| t-statistic إحصائية "t" | -0.81 | -2.36 | 0.29 | 0.26 | | |
| Exports to the world (Y = World GDP) الصادرات إلى العالم (Y= الناتج المحلي الإجمالي للعالم) | | | | | | |
| Coefficient estimate تقدير المعامل | -0.08 | -6.22 | 0.90 | 2.16 | 1.00 | $ |
| t-statistic إحصائية "t" | -1.10 | -2.25 | 1.33 | 1.57 | | |
| Nonoil exports to the world (Y = World GDP) الصادرات غير النفطية إلى العالم (Y= الناتج المحلي الإجمالي للعالم) | | | | | | |
| Coefficient estimate تقدير المعامل | 0.08 | 0.28 | 0.32 | 1.29 | 0.47 | Basket (?) سلة (؟) |
| t-statistic إحصائية "t" | 2.34 | 0.22 | 1.04 | 2.05 | | |
| Trade balance with the world (Y = World GDP) الميزان التجاري مع العالم (Y= الناتج المحلي الإجمالي للعالم) | | | | | | |
| Coefficient estimate تقدير المعامل | -0.38 | -18.28 | 3.78 | 9.21 | 1.00 | $ |
| t-statistic إحصائية "t" | -1.66 | -2.14 | 1.82 | 2.16 | | |
| Trade balance with the world (Y = GCC GDP) الميزان التجاري مع العالم (Y= الناتج المحلي الإجمالي للعالم) | | | | | | |
| Coefficient estimate تقدير المعامل | -0.17 | 1.30 | 0.09 | 5.86 | 0.93 | $ (?) |
| t-statistic إحصائية "t" | -1.23 | 0.21 | 0.09 | 4.85 | | |

(1)/ (؟) تعني أن نتائج تحليل الانحدار غير حاسمة (تقديرات c1, c2 على حد سواء ليست لها دلالة إحصائية).

الاستنتاجات العريضة من نتائج التقدير هي أنه، في إطار معيار الاستقرار الخارجي، فإن أداء الربط السائد بالدولار قد يكون على نفس كفاءة الربط بسلة من الدولار واليورو فيما يتعلق بالحساب التجاري لبلدان مجلس التعاون الخليجي. وإذا كان هذا المعيار هو المعيار الغالب، فهناك قيمة لقرار بلدان مجلس التعاون الخليجي لربط عملاتها رسميا بالدولار.

في القسم التالي، نفحص تأثير الربط بالدولار والربط بسلة من الدولار واليورو على الصادرات غير النفطية.

**رابعاً: الاستقرار والقدرة التنافسية**

استخدمنا في الأقسام السابقة معيار الاستقرار للحكم على اختيار نظام سعر صرف للاتحاد النقدي المزمع إنشاؤه لبلدان مجلس التعاون الخليجي. وهذا المعيار ضيق بعض الشيء. ومع ذلك، فهو له ما يبرره في حالة بلدان مجلس التعاون الخليجي لأن صادرات بلدان مجلس التعاون الخليجي ليست متنوعة وهي تتكون على نحو كبير من صادرات نفطية مقومة بالدولار. وعلاوة على ذلك، هناك جزء كبير من الثروة المالية المحتفظ بها بالدولار أثناء فترة التقدير. ونتيجة لذلك، ففي بلدان مجلس التعاون الخليجي، ظل الاستقرار الخارجي الاهتمام الأساسي في اختيار الربط إلى الدولار، بالترادف مع مصداقية موقف سعر الصرف. ومع ذلك، ففي الاقتصادات الأكثر تنوعاً فإن للقدرة التنافسية للصادرات في الأسواق الدولية حيوية في اتخاذ قرار بشأن نظام سعر صرف ملائم.

وفي هذا القسم، نوسع مجال تطبيق النموذج الحالي ونزعم وجود مفاضلة بين الاستقرار والقدرة التنافسية. وفي حالة بلدان مجلس التعاون الخليجي، ينظر تركيزنا على القدرة التنافسية للصادرات إلى المستقبل، بغية زيادة الصادرات غير النفطية عن طريق نمو القطاع غير النفطي والتنوع الاقتصادي.

وطبقاً لذلك، نفحص دالة الصادرات أدناه:

$$X = h(e,v,Y^f) \quad (8)$$

حيث X هي الصادرات و $Y^f$ هي الناتج المحلي الإجمالي الأجنبي و e و $v$ هما بتعريفهما في (4) أعلاه. ودالة الصادرات هذه تشابه إلى حد كبير دالة الواردات في (4). وتنطبق جميع الحجج النابعة عن (3) و (4) على حالة الصادرات أيضاً. ومثلما سبق، نقيم فحصنا للقدرة التنافسية في إطار الربط بالدولار والربط بسلة من الدولار واليورو بأسعار صرف اسمية، $E$ و $Y$ (الملحق الثالث).

لننظر أولا إلى ما تعنيه سلة الدولار واليورو للقدرة التنافسية. نتذكر أننا عرفنا في (1)، قاعدة الربط بسلة على أنها:

$$\sigma(R) = \alpha(\$) + (1-\alpha)(€)$$

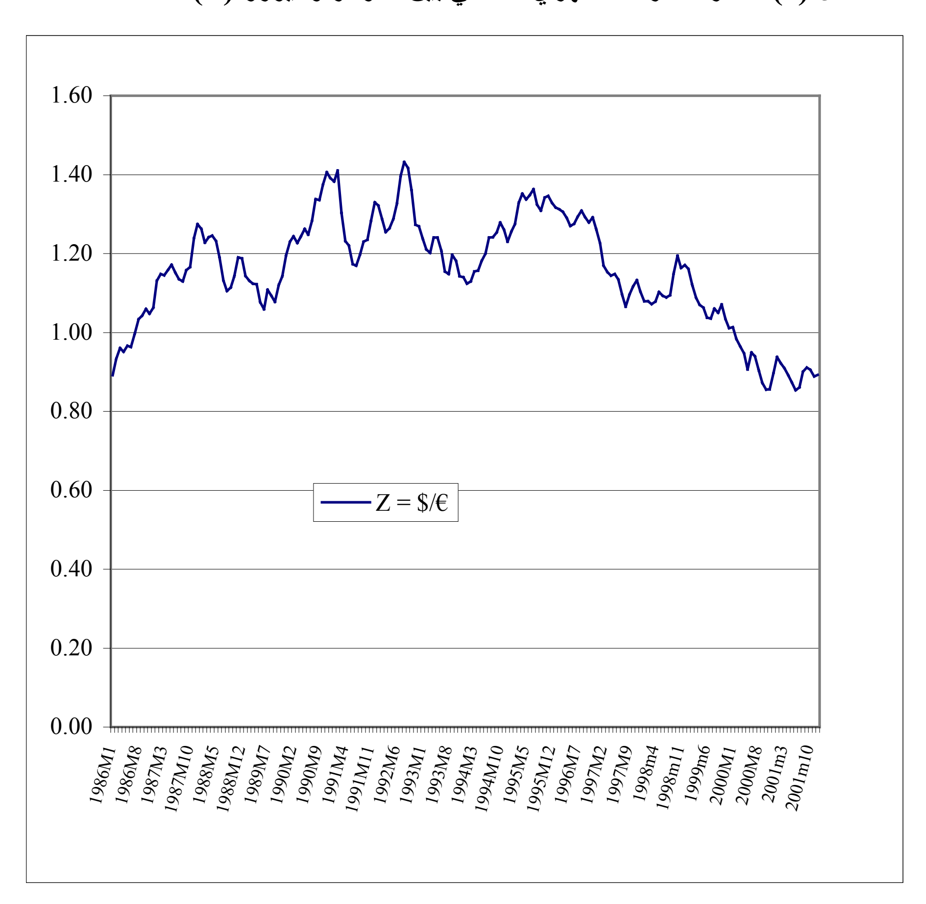
ونظرا للمناقشة التي ستلي، فمن المهم أيضا أن نتذكر أنه، في إطار قاعدة الربط بسلة، فإن كلا من $E$ و $V$ هو متغير لأن سعر الصرف $Z$ متغير؛ وبتغير $Z$ يتغير كل من $E$ و $V$.[10]

يظهر الشكل (1) سلوك $Z$ على أساس شهري أثناء الفترة 1986-2001. وظل الدولار مرتفعا أو منخفضا بالنسبة لليورو لفترات طويلة. وبالطبع، أثناء تلك الفترات، واصل $Z$ التقلب على أساس قصير الأمد، كما هو وارد في الشكل (1). ويوضح سلوك $Z$ عبر العشرين سنة الماضية الاعتبارين اللذين لهما صلة باختيار أي من الربط بالدولار أو الربط بسلة من الدولار واليورو.

---

[10] أنظر الحجج التي تلي (3) أعلاه.

**الشكل (1): سعر الصرف الشهري الاسمي بين الدولار واليورو (Z)، 1986-2001**




الاعتبار الأول هو *الاستقرار*، على النحو الذي تمت مناقشته في الأقسام السابقة. والاعتبار الثاني هو *القدرة التنافسية*، وهو محط تركيز هذا القسم. كما رأينا، ظل الدولار مرتفعا أو منخفضا بالنسبة لليورو لفترات طويلة، وحيث أن عملات بلدان مجلس التعاون الخليجي كانت مرتبطة بالدولار، فقدت تلك البلدان قدرة تنافسية في أسواق منطقة اليورو أثناء الفترات التي كان الدولار فيها مرتفعاً بالنسبة لليورو واكتسبت قدرة تنافسية في أسواق منطقة اليورو أثناء الفترات التي كان الدولار فيها منخفضاً بالنسبة لليورو.

وبغرض التوضيح، لننظر في المثال الرقمي التالي. ولنفترض أنه في بادئ الأمر، أن سعر الصرف $Z$ هو وحدة قياس، وأن $\sigma = 0.25$. وفي إطار الربط بالدولار $(\alpha = 1)$،

وباستخدام (1)، يمكن حساب القيم المبدئية لكل من $E$ و $V$ كما هو وارد في العمود الأول من الجدول (2).

**الجدول (2): مثال على القدرة التنافسية في إطار الربط بالدولار**

| | $\alpha = 1$ | | |
|---|---|---|---|
| | الوضع المبدئي | الدولار يرتفع | الدولار ينخفض |
| $Z = \$/€$ | 1.00 | 0.90 | 1.10 |
| $E = \$/R$ | 0.25 | 0.25 | 0.25 |
| $V = €/R$ | 0.25 | 0.28 | 0.23 |

المصدر: حسابات المؤلفين

لنفترض أن الدولار يرتفع مقابل اليورو ($Z < 1$) لفترة طويلة، كما يظهر في العمود الثاني من الجدول (2)، فهذا يعني فقدان قدر من القدرة التنافسية في أسواق منطقة اليورو، بينما تظل القدرة التنافسية في سوق الولايات المتحدة غير متأثرة. وفي مقابل ذلك، إذا انخفض الدولار ($Z > 1$)، كما يظهر في العمود الثالث من الجدول (2)، فهذا يعني تحسنا في القدرة التنافسية في منطقة اليورو، بينما تظل القدرة التنافسية في الولايات المتحدة غير متأثرة.

والآن نفترض أن عملة مجلس التعاون الخليجي مرتبطة بسلة من الدولار واليورو وأن القيمة المثلى لـ $\alpha$ هي 0.5 كما هو موضح في الجدول (3). وفي إطار الربط بسلة، إذا ارتفع سعر الدولار مقابل اليورو، حينئذ يرتفع الدولار مقابل $R$ ولكن اليورو ينخفض مقابل $R$ (العمود الثاني)، ولذلك تزداد القدرة التنافسية في منطقة الدولار ولكن تنخفض في منطقة اليورو. وإذا انخفض سعر الدولار مقابل اليورو (العمود الثالث)، فحينئذ ينخفض الدولار ولكن يرتفع اليورو مقابل $R$، ولذلك يكون هناك فقدان في القدرة التنافسية في منطقة الدولار ولكن يحدث مكسب في القدرة التنافسية في منطقة اليورو. وإذا استمرت هذه التحركات في سعر الصرف،

لفترات ممتدة، سيعتمد ارتفاع أو انخفاض القدرة التنافسية أثناء هذه الفترات على الأهمية النسبية لأسواق الولايات المتحدة ومنطقة اليورو بالنسبة لصادرات مجلس التعاون الخليجي. فإذا ارتفع سعر الدولار ولكن ازدادت أهمية سوق الولايات المتحدة عن أهمية سوق منطقة اليورو بالنسبة لبلدان مجلس التعاون الخليجي، فعلى الرغم من انخفاض الصادرات إلى منطقة اليورو، فقد يؤدي ارتفاع الصادرات إلى الولايات المتحدة إلى أكثر من تعويض الخسارة في أسواق منطقة اليورو، ونتيجة لذلك، قد يزداد إجمالي الصادرات. ويحدث العكس حينما ينخفض الدولار مقابل اليورو. ولذلك، ففي إطار الربط بسلة، ليس من الممكن القول بداهة إن إجمالي الصادرات سيرتفع أو ينخفض مقابل الموقف المبدئي إذا ظل الدولار مرتفعا أو منخفضا لفترة طويلة.

**الجدول (3): مثال على القدرة التنافسية في إطار الربط بسلة من الدولار واليورو**

| | $\alpha = 0.5$ | | |
|---|---|---|---|
| | الوضع المبدئي | الدولار يرتفع | الدولار ينخفض |
| $Z= \$/€$ | 1.00 | 0.90 | 1.10 |
| $E = \$/R$ | 0.25 | 0.24 | 0.26 |
| $V = €/R$ | 0.25 | 0.26 | 0.24 |

المصدر: حسابات المؤلفين

إذ كان من المكن ربط عملة مجلس التعاون الخليجي باليورو فقط في الفترات التي يرتفع فيها الدولار مقابل اليورو، وبالدولار فقط في الفترات التي ينخفض فيها الدولار مقابل اليورو، فمن شأن دلك أن يؤدي إلى تدعيم المنافسة في أي من أسواق منطقة اليورو أو الولايات المتحدة. ويتطلب ذلك تحولا في ربط عملة البلد من الدولار إلى اليورو أو العكس – أو، على الأقل، تعديلا في قيمة $\alpha$ – حينما يظل الدولار مرتفعا أو منخفضا لفترات طويلة. ويمكن أن يؤدي تحويل الربط على أساس اختياري إلى صعوبات في إدارة العملة أو، أسوأ من ذلك، إلى

تقويض مصداقية وضع سياسة سعر الصرف بلدان مجلس التعاون الخليجي.[11] ولذلك، فالربط بسلة من عملتين – القاعدة في معادلة (1) – قد يكون حلا وسطا بين أهداف السياسة من الاستقرار وبين القدرة التنافسية. والربط بسلة من الدولار واليورو – باختيار ملائم لقيمة $\alpha$ – قد لا يعزز قدرة الصادرات على التنافس فقط، بل أيضا يؤدي إلى قدر أكبر من الاستقرار في الأمد القريب.

تشير الملاحظات السابقة إلى أن ترتيب ربط سعر صرف مثل الربط بسلة من الدولار واليورو أكثر مرونة من الربط بالدولار فقط قد يكون له تأثير إيجابي على صون القدرة التنافسية للصادرات. وتنظر نتائج التقدير في الجدول (1) إلى الماضي في الفترة التي كانت فيها صادرات مجلس التعاون الخليجي ليست متنوعة وكانت تتكون في معظمها من صادرات النفط التي شكل فيها الاستقرار مصدر القلق الأكبر. ولذلك، ففي حالة مجلس التعاون الخليجي، من المحتمل أن يكون الربط بالدولار قد أدى إلى قدر أكبر من الاستقرار الخارجي من دون أي تضحية كبيرة في القدرة التنافسية.

ولكن، على الأمد البعيد، مع تنوع صادرات بلدان مجلس التعاون الخليجي ومحافظها المالية، (بزيادة نسبة الأصول غير المقومة بالدولار)، يمكن أن تزداد أهمية القدرة التنافسية في أسواق العالم.وحينئذ، قد يصبح من المرغوب فيه إتباع سياسات سعر صرف أكثر مرونة.ومن الممكن البدء في تطبيق استراتيجية انتقالية محافظة بتطبيق ربط تقليدي بسلة من عملتين أو أكثر اعتمادا على أنصبة مجلس التعاون الخليجي من التجارة وتكوين الأصول الخارجية. وفيما يتخطى ذلك، يمكن تطبيق ترتيبات أسعار صرف أكثر مرونة للحفاظ على قدر أكبر من القدرة التنافسية في الأسواق الدولية.

---

[11] هل من الممكن وضع نظام سعر صرف قد يجعل التحول في الربط ممكنا من خلال عمليات السوق من دون تدخل واضع السياسة؟ زعم Oppers (2000) أنه في إطار نظام ربط ثنائي للعملة قد تحدث هذه التحولات عن طريق عملية مراجعة تعتمد على السوق. وفي إطار الربط الثنائي، يمكن ربط عملة البلد إلى كل من الدولار واليورو مقابل أسعار ثابتة.

**خامساً: الاستنتاجات**

قد يكون اختيار نظام سعر صرف للاتحاد النقدي لمجلس التعاون الخليجي المزمع إقامته أكثر مكوّنات السياسة التجارية أهمية. وفي إطار سياسة الاستقرار، تُشير تقديراتنا إلى أن الربط السائد بالدولار الأمريكي أفضل من الربط بسلة من الدولار واليورو. وإلى أن أداء الربط بالدولار سيكون على نفس درجة أداء الربط بسلة من الدولار واليورو. ويعبر هذا الاستنتاج عن أنه بالنسبة إلى المكونات الرئيسة لمجملات الحساب التجاري لبلدان مجلس التعاون الخليجي، فتقديراتنا لمرونة سعر الصرف الفعلي الحقيقي $e$ لها دلالة إحصائية ولكن تقديرات سعر الصرف الفعلي الحقيقي $v$ ليس لها دلالة إحصائية. وهذا يعني أن المصدر الرئيسي لعدم استقرار الحساب التجاري في فترة التقدير كان سعر الصرف مقابل الدولار. وإذا كان الربط بالدولار يقلل بالفعل عدم الاستقرار هذا، فلا توجد مكاسب كبيرة يمكن تحقيقها بانتهاج ربط بسلة من الدولار واليورو. وعلاوة على ذلك، فالمحافظة على الربط بعملة واحدة هي الدولار الأمريكي يُبقي عامة الشعب وواضع السياسة على حال يعلمونه جيدا، ويتعامل مع اعتبارات سياسة عامة أخرى في اختيار الربط الملائم بالإضافة إلى الاستقرار. وأيضا، في أثناء فترة التقدير، لم تكن صادرات مجلس التعاون الخليجي متنوعة وكان نصيب الصادرات غير النفطية صغيرا بالنسبة إلى الإجمالي. ولذلك، فقد يكون الدولار حتى الآن قد حقق الهدف الرئيسي المتمثل في الاستقرار الخارجي من دون تضحية كبيرة من جانب قدرة الصادرات غير النفطية على التنافس. وتؤيد نتائج تقدرينا في إطار معيار الاستقرار توافق الآراء السائدة باستمرار الربط بالدولار في الوقت الحالي.

ومع ذلك، تجدر ملاحظة أن توافق آراء بلدان مجلس التعاون الخليجي الحالي يتعارض مع الميل المؤخر إلى الانتقال من ربط ثابت لأسعار الصرف إلى أنظمة معومة، التي نلاحظها في بلدان عديدة (بما فيها بلدان مصدرة للنفط مثل إيران وفنزويلا ونيجيريا)[12]. ولكن، فهذه البلدان لديها اقتصادات أكثر تنوعا، بها قطاعات وصادرات غير نفطية كبيرة. وفي الوقت الملائم، مع زيادة تنوع اقتصادات بلدان مجلس التعاون الخليجي وزيادة أنصبة الصادرات

[12] أنظر IMF (2002).

غير النفطية والأصول غير الدولارية، قد يصبح من المستصوب للاتحاد النقدي لبلدان مجلس التعاون الخليجي تطبيق نظام سعر صرف أكثر مرونة من الربط بعملة واحدة بغية ضمان قدر أكبر من استقرار الأصول الخارجية والقدرة التنافسية للصادرات غير النفطية. وقد يكون الربط بسلة تتضمن الدولار واليورو، ولكن لا تقتصر عليهما، استراتيجية انتقالية حذرة صوب سياسة سعر صرف أكثر مرونة حسبما تتطلب سرعة ودرجة التنوع داخل منطقة مجلس التعاون الخليجي.[13]

وقد تخدم سلة من العملات بها وزن ترجيحي كبير للدولار غرضين. الأول، مواصلة الحفاظ على علاقة ترابط قوية بين عملة مجلس التعاون الخليجي والدولار الأمريكي، إلى الحد الذي تظل فيه التجارة الدولية للنفط مقومة بالدولار ويمكن الاحتفاظ بالثروة المالية بالدولار. والثاني، تحقيق درجة من مرونة سعر الصرف قد تكون مرغوبة للحفاظ على القدرة التنافسية للصادرات غير النفطية.

وفي هذه الورقة، استعرضنا تأثير أداة سياسة واحدة على الاستقرار الخارجي للقدرة على التنافس، ألا وهي اختيار ربط سعر الصرف. وليس من الممكن تحقيق عدة أهداف سياسة خارجية (مصداقية موقف سعر الصرف والاستقرار والقدرة التنافسية) باستخدام أداة واحدة. إذ يجب تدعيم مرونة سعر الصرف بسياسات ملائمة لضمان المنافسة في التكلفة، وهو أمر يتطلب قدرا أكبر من المرونة في الأجور. ولذلك يجب أن تسترشد إصلاحات سوق العمل التي تهدف إلى امتصاص قوة العمل من السكان المواطنين السريعة النمو في القطاع غير النفطي بهدف التنوع الاقتصادي عن طريق زيادة قدرة الصادرات غير النفطية على التنافس في المستقبل. وينبغي أن يسترشد ترتيب بديل لسعر الصرف قد يظهر في سياق الاتحاد النقدي لبلدان مجلس التعاون الخليجي بهذه الاعتبارات.

---

[13] بغية إصدار حكم على مدى ملاءمة الربط بسلة من الدولار واليورو، نرى أن هناك حاجة إلى قدر أكبر من الوقت لكي يثبت اليورو نفسه على الميدان بوصفه عملة دولية منافسة في مجالي التدخل والاحتياطي.

**الملاحق:**

**الملحق الأول: البيانات وخصائص المؤشرات**

باستثناء الكويت، كانت جميع عملات بلدان مجلس التعاون الخليجي مربوطة بالدولار بمعدل ثابت في أثناء الفترة 1987-2001. ولذلك كانت أسعار الصرف التقاطعية بين عملات بلدان مجلس التعاون الخليجي ثابتة.[14] وترتب على ذلك، أنه في أثناء الفترة 1987-2001، كان من الممكن أخذ أي عملة من عملات بلدان مجلس التعاون الخليجي وافتراض أن سعر صرف الدولار إلى تلك العملة، $E$، هو السعر السائد في تلك الدولة من بلدان مجلس التعاون الخليجي. وبعد ذلك، يمكن تجميع إجماليات التجارة والناتج المحلي الإجمالي لبلدان مجلس التعاون الخليجي على أساس ذلك السعر. وقد قمنا باختيار سعر صرف الدولار إلى درهم الإمارات العربية المتحدة 0.272. وبعد ذلك تم حساب جميع إجماليات تجارة بلدان مجلس التعاون الخليجي والناتج المحلي الإجمالي المجمع لبلدان مجلس التعاون الخليجي باستخدام القيم المجمعة للدولار بعد تحويلها بسعر $E = 0.272$.

نحدد مستوى الأسعار المجمع لمجلس التعاون الخليجي كما يلي:

$$P = \sum_{k=1}^{6} w_k P_k \; ; \; w_k = \frac{GDP(\$)_k}{\sum_{k=1}^{6} GDP(\$)_k} \; ; \tag{9}$$

حيث

$k$ = البحرين أو الكويت أو عمان أو قطر أو المملكة العربية السعودية أو الإمارات

$GDP(\$)_k$ = إجمالي الناتج المحلي للبلد $k$ مقوما بالدولار $P_k$ = مؤشر أسعار المستهلك للبلد $k$.

[14] كما ورد سابقا، اتبعت الكويت ربطا مرنا بقدر ضئيل إلى الدولار خلال فترة التقييم.

وحينئذ يتم حساب سعر الصرف الفعلي الحقيقي بين الدولار وعملة مجلس التعاون الخليجي بأنه $e = EP/P^{\$}$، وسعر الصرف الفعلي الحقيقي بين اليورو وعملة مجلس التعاون الخليجي بأنه $v = VP/P^{€}$ ، ويكون $P^{\$}$ هو مؤشر أسعار المستهلك في الولايات المتحدةو $P^{€}$ هو مؤشر أسعار المستهلك في منطقة اليورو. ووفر المكتب الإحصائي للمجموعة الأوروبية (Eurostat) سلسلة البيانات لـ $P^{€}$ للفترة 1991-2001، ووفر صندوق النقد الدولي، *آفاق الاقتصاد العالمي (WEO)*، للفترة 1986-1990. ومصادر البيانات الأخرى هي صندوق النقد الدولي، *الكتاب السنوي لإحصاءات واتجاهات التجارة (DOT)، والكتاب السنوي لإحصاءات المالية الدولية (IFS)*. وأسعار صرف الدولار مقابل اليورو للفترة 98-1986 حسبت على أساس البيانات من *WEO* من إدارة الأبحاث في صندوق النقد الدولي، و للفترة 1999-2001 حسبت على أساس الأسعار الفعلية.

تم الحصول على القيم الحقيقية الإجمالية لمجلس التعاون الخليجي بقسمة القيم الاسمية الإجمالية على مستوى الأسعار الإجمالي لمجلس التعاون الخليجي، P، كما هو محسوب في (9). والقيم الحقيقية للناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة والناتج المحلي الإجمالي لمنطقة اليورو واردان في بيانات *WEO*. وأخيرا، بيانات الناتج المحلي الإجمالي للعالم متوافرة بالدولار. وتم حساب الإجمالي الحقيقي للناتج المحلي للعالم بقسمة القيمة الاسمية على المتوسط المرجح لمستويات أسعار منطقة الدولار واليورو.

**الملحق الثاني: النموذج النظري**

بدءا بالدالة العامة للواردات الموضحة في المعادلة (3)، لنفترض خصائص خطية لوغارتيمية لدالة الواردات كما هو وارد أدناه:

$$\ln M_t = c_0 + c_1 \ln e_t + c_2 \ln v_t + c_3 \ln Y_t + u_t, \qquad (10)$$

حيث $u_t$ معدل الخطأ العشوائي. وحينئذ يمكن حساب النسبة المئوية للتغير في $M$ كما يلي:

$$\dot{M} = c_1\dot{e} + c_2\dot{v} + c_3\dot{Y} \tag{11}$$

حيث

$$\dot{M} = \frac{dM}{M}; \dot{e} = \frac{de}{e}; \dot{v} = \frac{dv}{v}; \dot{Y} = \frac{dY}{Y}.$$

لاحظ أن $c_1$ و $c_2$ و $c_3$ هي مرونات $M$ بالعلاقة إلى $e$ و $v$ و $Y$ على التوالي. وباستخدام تعريفي $e$ و $v$ الواردين في المعادلة (4)، يمكننا، باستخدام المفاضلة اللوغاريتمية لهذين المصطلحين إظهار أن:

$$\dot{e} = \dot{E} + \pi - \pi^{\$} \quad ; \dot{v} = \dot{V} + \pi - \pi^{€} \tag{12}$$

$$\dot{E} = \frac{dE}{dt}\frac{1}{E}; \dot{V} = \frac{dV}{dt}\frac{1}{V}; \pi = \frac{dP}{dt}\frac{1}{P}; \pi^{\$} = \frac{dP^{\$}}{dt}\frac{1}{P^{\$}}; \pi^{€} = dP^{€}/dt\ 1/P^{€}$$

وباستخدام تعريف قاعدة سلة الربط في (1)، يمكننا اشتقاق $E$ و $V$ بأنهما :

$$E = \sigma\frac{Z}{\alpha Z + (1-\alpha)}; V = \sigma\frac{1}{\alpha Z + (1-\alpha)}. \tag{13}$$

وبموجب الافتراض المبسط بأن القيمة المبدئية لـ $Z$ تعادل واحد كمؤشر، يمكننا إظهار عن طريق المفاضلة اللوغاريتمية للعناصر في المعادلة (13) أنه يمكن اشتقاق التغير المئوي النسبي الناجم عن تغيرات صغيرة في $Z$ كما يلي:

$$\dot{E} = (1-\alpha)\dot{Z}; \dot{V} = -\alpha\dot{Z}. \tag{14}$$

وبالتعويض عن (12) و (14) في (11) نحصل على ما يلي:

$$\dot{M} = [c_1 - (c_1 + c_2)\alpha]\dot{Z} + \rho \tag{15}$$

$$\rho = c_1 (\pi - \pi^{\$}) + c_2 (\pi - \pi^{€}) + c_3 \dot{Y}$$

ويتضح من (15) أن القيمة المثالية لـ α هي: [15]

$$\alpha^* = \frac{c_1}{c_1 + c_2}. \tag{16}$$

كيف يمكن تفسير (15) و (16)؟ لنفترض تقدير قيم $c_1$ و$c_2$ و $c_3$. إذا كانت $c_1$ لها دلالة إحصائية ولكن لا توجد دلالة إحصائية لـ $c_2$، يكون مصدر التقلب على $M$ هو سعر الصرف الفعلي الحقيقي $e$. وحينئذ، طبقا لقاعدة الربط بسلة أعلاه ، تصبح $\alpha^* = 0$ بمعنى أنه ينبغي ربط عملة الاتحاد النقدي لمجلس التعاون الخليجي بالدولار فقط. أما إذا كانت $c_2$ لها دلالة إحصائية ولكن لا توجد دلالة إحصائية لـ $c_1$، يكون مصدر التقلب على M هو سعر العرف الفعلي الحقيقي $v$. وحينئذ تصبح $\alpha^* = 0$ ، وينبغي على أساسه الربط باليورو. وأخيرا، إذا كان لكل من $c_1$ و $c_2$ قيمة إحصائية، تصبح قيمة α هي القيمة المختارة حسبما هو وارد في (16).

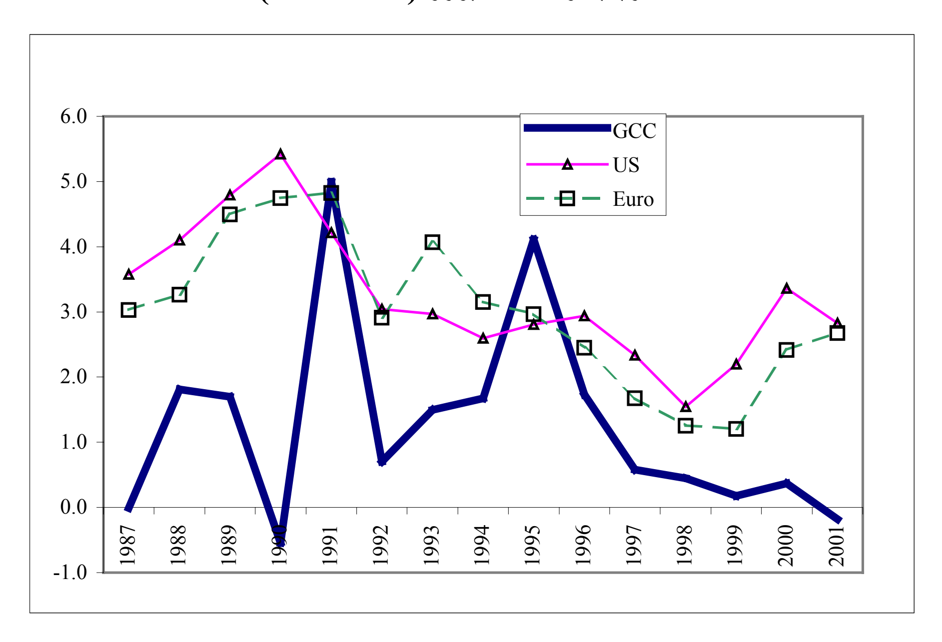
[15] قيمة α التي يمكن أن تقلل التشوشات في الواردات إلى $\dot{M} = \rho$ ، أي الخطأ العشوائي الخارج عن نطاق تحكم واضع السياسة.

**الملحق الثالث: معيار الضبط للربط بسلة من عملتين**

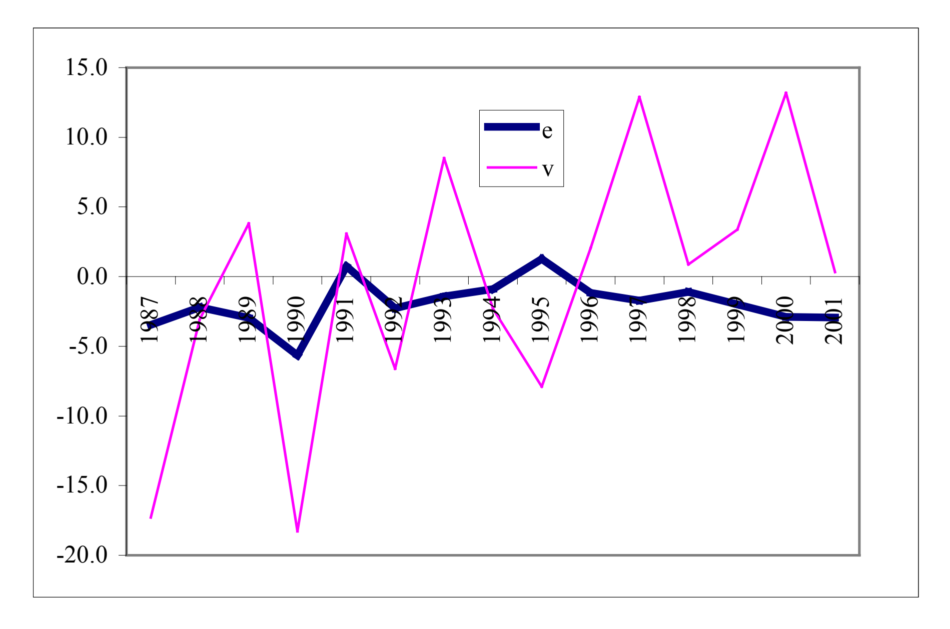
في القسم الثاني، زعمنا أنه، في إطار الربط بسلة من الدولار واليورو، يكون متغير السياسة الذي يمكن لواضع السياسة أن يتحكم فيه هو α، بمعنى، الوزن الترجيحي للدولار (ومن ثم يكون الوزن الترجيحي لليورو هو α-1) في سلة العملات. وتعني هذه الحجة أن واضع السياسة لا يتحكم في المتغيرات الأخرى التي تحدد أسعار الصرف الفعلية الحقيقية، ألا وهي تحركات الأسعار المحلية والأجنبية. وهذه الحجة لها ما يبررها في بلدان مجلس التعاون الخليجي لأن أنماط التضخم في بلدان مجلس التعاون الخليجي والولايات المتحدة ومنطقة اليورو كانت متشابهة أثناء فترة التقييم، كما هو مفترض في هذه الورقة. ويوضح الشكل (2) سلوك معدلات التضخم في بلدان مجلس التعاون الخليجي والولايات المتحدة ومنطقة اليورو. وقد اتبعت معدلات التضخم في هذه المناطق الثلاث نمطا مشابها.ولا يثير العجب أن معدل التضخم في بلدان مجلس التعاون الخليجي يعكس معدل التضخم في الولايات المتحدة نظرا للربط بالدولار. ومما لا يثير الدهشة أيضا أن معدلي التضخم في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو يتصرفان على نحو مشابه جدا، حيث أن العملتين مرتا بحالات مشابهة من صدمات الأسعار والسياسات المالية والنقدية التي استهدفت استقرار الأسعار والتضخم المنخفض. ويوضح الشكل (3) نسب التغير المئوية في سعر الصرف الفعلي الحقيقي المقدر للدولار واليورو. وكما هو متوقع، يشير هذا الرسم إلى أن التقلبات في $e = EP/P^{\$}$ كانت أقل وضوحا بكثير من التقلبات في $v = VP/P^{€}$ في أثناء فترة التقدير، مما يعكس الربط بالدولار. وأخيرا، يظهر الشكل (4) التقارب الشديد بين التحركات في تغير النسبة المئوية في $V$، وهو سعر الصرف الاسمي تجاه اليورو مقابل $v$ وهو سعر الصرف الحقيقي تجاه اليورو.

وتشير الملاحظات السابقة إلى وجود جدارة في التركيز على α بوصفها معياراً للسياسة التي تحت سيطرة واضع السياسة. وعملا بهذا الافتراض المبرر عملياً، من الممكن مناقشة قدرة مجلس التعاون الخليجي على التنافس في الأسواق الدولية باستخدام أسعار الصرف الاسمية $Z$ و $E$ و $V$.

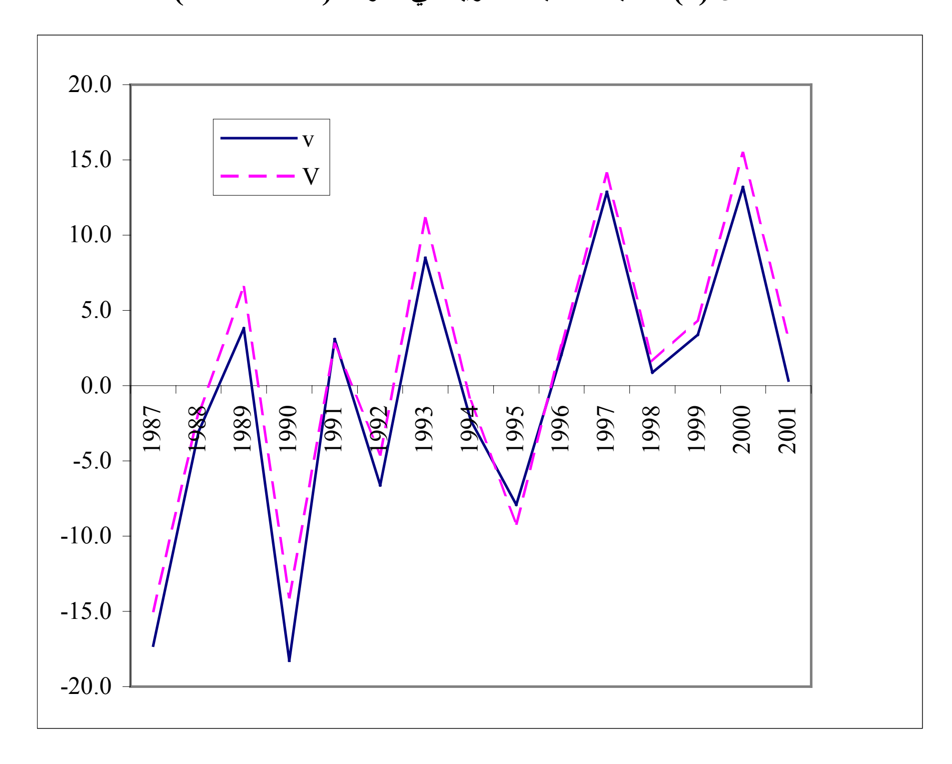
**الشكل (2): معدلات التضخم السنوية في بلدان مجلس التعاون الخليجي والولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو (1987-2001)**




**الشكل (3): نسبة التقلب السنوية في e و v (1987-2001)**



الشكل (4): نسبة التقلب السنوية في v و V(1987-2001)



## المراجع:


1. Brodsky, D. and G. P. Simpson. 1984. "The Sources of Exchange Rate Instability in Developing Countries: Dollar, French Franc and SDR Pegging Countries", *Weltwirtschaftlisches Archiv*, Vol. 120, No. 1, pp.133-154.

2. Erbaş, S. N. 2002. "Moving from a Basket Peg to the Dollar Peg", *Kuwait—Selected Issues and Statistical Appendix, 2002 Article IV Special Issues Document (SM/02/366, Confidential), Chapter IV*, Washington, D.C: International Monetary Fund.

3. Erbas, S. N, Z. Iqbal and C. L Sayers. 2001. "External Stability Under Alternative Nominal Exchange Rate Anchors: An Application to the Gulf Cooperation Council Countries", Chapter 7 in *Macroeconomic Issues and Policies in the Middle East and North Africa*, Z. Iqbal (ed.). Washington, D.C: International Monetary Fund.

4. Fasano-Filho, U. and A. Schaechter. 2003. Monetary Union Among the Member Countries of the Gulf Cooperation Council. *IMF Occasional Paper 223*. Washington, D.C: International Monetary Fund,

5. Fasano-Filho, U. and Z. Iqbal. 2002. "Common Currency", *Finance and Development*, Vol. 39, No. 4 (December), pp. 42-46.

6. International Monetary Fund. 2002. “Exiting a Pegged Exchange Rate Regime: Some Considerations”. mimeo.

7. Jadresic, E. 2002. “On a Common Currency for the GCC Countries”, *IMF Policy Discussion Paper PDP/02/12,* Washington, D.C: International Monetary Fund.

8. Oppers, S. E. 2000. “Dual Currency Boards: A Proposal for Currency Stability”, *IMF Working Paper WP/00/199*, Washington, D.C: International Monetary Fund.

9. Williamson, J. 1993. “Exchange Rate Management”, *Economic Journal,* Vol. 103*,* pp. 188-197.

## تعقيب

**د. عبدالرزاق الفارس***

إن الإطلاق الناجح لليورو في العام الماضي في أوروبا عامل رئيسي يجعل العملة المشتركة خيارا جيدا لأعضاء مجلس التعاون الخليجي. فقد اتفقت بلدان مجلس التعاون الخليجي رسميا على إنشاء اتحاد نقدي بحلول عام 2010 (واتفقت بعد ذلك على تقديم هذا الميعاد إلى كانون الثاني/ يناير 2007)، وكخطوة أولى، اتفقت على ربط عملاتها بالدولار الأمريكي اعتبارا من كانون الثاني/ يناير 2003.

وعلى الرغم من أهمية الموضوع وتأثيراته الواسعة النطاق على الدول الأعضاء وعلى المنطقة بأسرها لم يلق الموضوع حتى الآن سوى اهتمام قليل في الكتابات الاقتصادية المتخصصة، والدليل على ذلك القائمة الصغيرة جدا من المراجع الواردة في الورقة. ولذلك ينبغي لنا أن نمتن للمؤلفين على جهدهم لعرض ورقة علمية وفي الوقت المناسب بشأن ذلك الموضوع. وتحاول الورقة الإجابة عن سؤال مهم: ما هو نظام سعر الصرف الأكثر ملائمة للعملة المشتركة المزمعة لبلدان مجلس التعاون الخليجي؟

وستركز ملاحظاتي على مسألتين، ترتبط بالافتراض الرئيسي وخصائص النموذج وتطبيقه.

### أولاً: المتطلبات المسبقة لاتحاد عملة

تفترض الورقة ضمنيا توافر جميع شروط إنشاء عملة مشتركة في مجلس التعاون الخليجي، وبعد ذلك حاول المؤلفون الإجابة عن المسألة الرئيسة ألا وهي ما هو أفضل سعر صرف للعملة الجديدة؟ وهناك سؤال رئيسي تجاهلته الورقة: هل بلدان مجلس التعاون الخليجي

* بروفيسور اقتصاد، جامعة الإمارات العربية المتحدة.

مستعدة بالفعل لاتحاد عملة؟ هل هناك أي شروط مسبقة ومطالب مسبقة لهذا الاتحاد؟ وكم نبتعد عن تحقيق هذا الهدف؟

أشار المؤلفون إلى أن "أوجه الشبه بين اقتصادات مجلس التعاون الخليجي أكبر من أوجه الاختلاف" وهذا سيجبر حتى "المراقب العارض على التنبؤ بأن الاتحاد الاقتصادي سيظهر حتما، وسيصاحبه ذلك إتباع عملة مشتركة". وفيما يتعلق بالسؤال بشأن الربط المهم، انتهت الورقة إلى أن "إذا عومل مجلس التعاون الخليجي بوصفه منطقة عملة مشتركة، فلن يكون من شأن الربط بعملتين أن يتفوق على الربط بعملة واحدة والسائد في العقد الماضي فيما يتعلق بتحسين الاستقرار الخارجي. ولذلك ينبغي في الوقت الحالي مواصلة الربط بالدولار الأمريكي فقط".

ويمكن الزعم بأن أوجه الشبه بين اقتصادات مجلس التعاون الخليجي شرط ضروري ولكنه ليس كاف لاتحاد العملة. فالاتحاد النقدي يتطلب التزاماً كبيراً لا يمكن أن يكون ممكنا إلا إذا التزمت البلدان المعنية بتحويل كبير للسيادة ورغبة في دعم مؤسسات فوق وطنية. وتوضح تجربة اتحادات نقدية أخرى، ولا سيما تجربة الاتحاد الأوروبي، الحاجة إلى إعدادات مؤسسية مكثفة والحاجة إلى أن يحقق المشاركون أولا تقاربا اقتصاديا. وستثبت عملية إنشاء بنك مركزي وإلغاء العملات الوطنية أنها عملية مستغرقة للوقت. وإضافة إلى ذلك، فالشروط المسبقة لاتحاد عملة تتطلب، لمراحل مختلفة، معياراً اسمياً للتقارب وقواعد مالية وحرية حركة لرأس المال وسياسة منافسة إقليمية وتحركاً صوب تكامل سوق العمالة. وإنني أرى أن هناك تحديين رئيسيين للعملة المشتركة لبلدان مجلس التعاون الخليجي في الفترة المقبلة: (1) وضع قواعد للسيطرة على سياسات المالية العامة أو على الأقل تنسيقها و (2) التصدي لأوجه التشويه في سوق العمالة. إن عدم التوازن في السوق والدور المهيمن للقطاع العام وعدم مرونة هيكل الأجور وثنائيته، جميعها خصائص مشتركة لأسواق العمالة في مجلس التعاون الخليجي. وهذه التشويهات معروفة جيداً وموثقة جيداً ولذلك لن نوضحها بقدر أكبر هنا.

التحدي الآخر، الأكثر أهمية بكثير، هو عدم الالتزام، وفي بعض بلدان مجلس التعاون الخليجي عدم المسؤولية، في السياسات المالية العامة المتبعة. والأمر الذي يزيد من خطورة

هذه القضية هو أن عدم الالتزام المالي يصاحبه غياب الشفافية المالية والتلاعب بالبيانات والافتقار إلى الإحصائيات الأساسية المتعلقة بالإيرادات والإنفاق والدين العام والعجز المالي الحقيقي. وتوضح تجارب مناطق أخرى أن الافتقار إلى الشفافية يشكل عائقا كبيراً لاتحاد العملة.

وفي داخل الاتحاد النقدي الأوروبي تم تصميم معايير عجز المالية العامة والدين العام لتكفل أن البلدان راغبة في وضع مالياتها العامة على مسار مستدام. وكان الهدف من هذه المعايير هو تجنب التدفق السلبي من الاختلال المالي العام لبلدان أعضاء منفردة إلى الأعضاء الآخرين عن طريق ضغوط لتخفيف غير ضروري للسياسة النقدية أو حتى إنقاذ الوضع المالي للحكومة. ويفسر الخوف من بذل الضغوط على البنك المركزي الأوروبي الجهود الكبيرة التي بذلت في أوروبا ليس لإنهاء التمويل النقدي فحسب، ولكن أيضا للتحكم في العجز المفرط.

**ثانياً: خصائص النموذج وتطبيقه**

اسمحوا لي الآن أن انتقل بإيجاز إلى خصائص النموذج وتقديره، وفي ذلك الصدد لدي عدة تعليقات:

1- أدهشتني ملاحظة أن المؤلفين اعتمدوا عملية مطولة لوضع النموذج ولكن حينما تعلق الأمر بالتقدير، استعملوا صيغة بسيطة وعشوائية. وفي الواقع فإن المعادلة المقدرة (7) مماثلة للمعادلة (3) موضوعة في شكل فرق من الدرجة الأولى.

2- أحد المتغيرات المهمة في النموذج المستخدم كان Z الذي يمثل سعر الصرف الاسمي بين الدولار الأمريكي واليورو. وذكر المؤلفون في تقريرهم عن نتائج تحليل الانحدار هذا المتغير عدة مرات ولكن لم يرد في أي من الجدول (1) أي تقديرات له.

3- ويؤدي هذا بي إلى ملاحظتي الثالثة: من دون Z فهذا النموذج تركيبة بسيطة واستاتيكية. وحيث أن جميع عملات مجلس التعاون الخليجي مربوطة بالدولار، فالنتيجة التي خلصت إليها هذه الورقة ليست غير متوقعة. ألا وهي، "المصدر الرئيسي لعدم استقرار التجارة في بلدان مجلس التعاون الخليجي هو سعر الصرف للدولار".

4- كان من شأن النموذج أن يستفيد من تطبيق تطورات جديدة في أساليب الاقتصاد القياسي، من قبيل جذر الوحدة واختبار السكون والتقارب وآلية تصحيح الخطأ.

# الفصل الرابع

# تجربة المكسيك مع نظام سعر الصرف المرن

د. الفريدو كويفاس و د. اليخندرو ورنر *

**مقدمة**

تخلت المكسيك في كانون الأول/ ديسمبر من عام 1994 عن الحدود التي وضعتها لسعر الصرف وعومت عملتها البيسو في ظروف تتسم بعدم الاستقرار الشديد. ولقد نظر إلى النظام المرن لسعر الصرف آنذاك على أنه خيار انتقالي ليأخذ بيد البلد حتى تتحسن أحواله في ظل الأزمة المالية وأزمة سعر الصرف التي حلت به. ولكن مع مرور الوقت، حظي هذا النظام بالمزيد من التقدير بحيث أبقى عليه حتى اليوم. ويقترح اليوم القليل من مراقبي الاقتصاد المكسيكي التخلي عن نظام سعر الصرف المعوم. وما هو أجدر بالملاحظة، أن هذا يأتي من بلد معروف بأن تتردد فيه يومياً عبارات الندم بشأن السياسات الاقتصادية من جانب السلطات ومن جانب الشعب أيضا، بعد إذ أعاد النظر في الأمر، فليس هناك من أحد – تقريباً – يشكك في الحكمة وراء الإبقاء على سعر الصرف المعوم منذ عام 1995.

هناك أسباب سلبية وإيجابية على حد سواء لهذا الإجماع المشهود فيما يتعلق بسعر الصرف المرن. من ناحية الجانب السلبي، فإن تجربة انهيار سعر الصرف في عام 1994، وما أعقبه، ربما كانت قد حولت فكر حتى أولئك الذين رأوا أن أزمات سعر الصرف كانت نتيجة أخطاء

---

* كويفاس، مستشار، ورنر، نائب مدير، بنك المكسيك المركزي.

كان من الممكن تجنبها، كتلك التي وقعت في السبعينات.[1] أما الجانب الإيجابي، فلقد تمكنت المكسيك من أن تحقق تقدماً ملموساً على طريق تثبيت اقتصادها في ظل نظام سعر الصرف المعوم دون أن ينبني على ذلك حالات من الاختلال الشديد، ودون أن يكون قد تنازلت عن الكثير بألا يكون لديها سعر صرف ثابت.

ونعرض في هذه الورقة مراجعة للجوانب الإيجابية والسلبية التي ترتبط بتطبيق نظام سعر الصرف المعوم في المكسيك عام 1995، وذلك حسب ما تقضي به القواعد الراسخة في هذا المجال. ويرتكز هيكل المناقشة على الآراء التقليدية حول المزايا التي يحققها و المثالب التي يجلبها اختيار نظام سعر صرف ما. وسوف نستعرض المزايا التي يفترض أن يحققها نظام سعر الصرف الثابت، كما سنطرح الأسئلة لنتبين ما قد خسرت المكسيك بهذا الصدد. والإجابة على هذا السؤال في الأساس أن "المكسيك لم تخسر الكثير". ولكي نفسر هذه النتيجة فنحن في حاجة إلى أن نحلل الأثر المواتي الناجم عن العوامل المرافقة، وعلى رأسها توقيع المكسيك والولايات المتحدة الأمريكية وكندا على اتفاقية التجارة الحرة لدول أمريكا الشمالية. كما أننا سننظر أيضاً في نقاط الضعف التي يتسم بها نظام سعر الصرف الثابت، ونطرح السؤال: هل كانت المكسيك قادرة على تلافي نقاط الضعف تلك؟ والإجابة على هذا السؤال: "كانت قادرة إلى حد بعيد على ذلك". ثم نتطرق بعد ذلك إلى مثالب نظام سعر الصرف المعموم. ونلاحظ هنا أن المكسيك على الرغم من أنها لم تكن قادرة على تجنب تلك المثالب بالكامل، إلا أن تلك المثالب قد تراجعت حدتها بمرور الوقت واكتسبت جهود البنك المركزي الرامية إلى تقليص التضخم مصداقيه. ثم ننتقل في النهاية إلى الحديث عن مزايا النظام المعوم. تبرز الميزة الأساسية لهذا النظام في أنه يعطي الدولة التي تطبقه حرية نسبية في أن ترسم حدود سياستها النقدية وأن تنفذ تلك السياسة. وهذا القسم معقد لأنه يتطلب منا أن نستعرض طبيعة أداة السياسة النقدية التي يطبقها البنك المركزي، إلا أننا رغم ذلك استطعنا أن نشير إلى بعض الأمثلة المادية الملموسة على تفاعلات السياسة النقدية مع الصدمات الخاصة الداخلية منها والخارجية على حد سواء.

[1] أزمة 1995 فى المكسيك مضرب مثل على ما يمكن وقوعه من أضرار بسبب ثبات أسعار الصرف. راجع على سبيل المثال Obstfeld and Rogoff (1995).

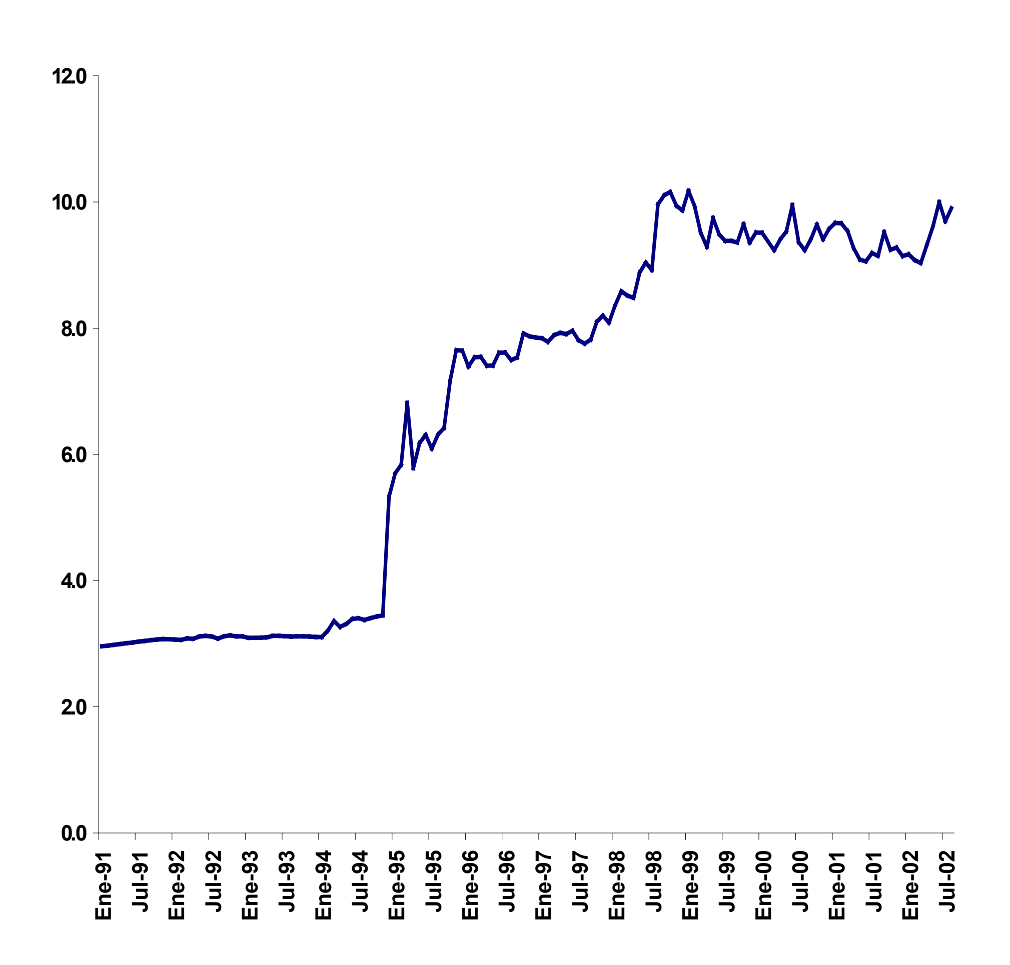
أما القسم التالي من الورقة فيعرض في إيجاز لقضية غالباً ما تثور عند مناقشة سياسة سعر الصرف، ألا وهي كفاية الأوصاف التي نستخدمها لتوصيف نظام صرف فعلي ما. فلقد أثارت حالة المكسيك على وجه الخصوص الشكوك في أن وصف التعويم الحر ليس هو الوصف الصحيح بسبب ما يطلق عليه "الخوف من التعويم". ومنطلقنا في القول هو أن التعويم المكسيكي هو – طبقاً لمعظم المعايير المناسبة – النموذج الأصلي، وأن البنك المركزي لم يتبع هدفاً معيناً بشأن سعر الصرف. بعدها، تستعرض الورقة في إيجاز أشهر ما تناقلته الأقلام من مزايا ومثالب اختيار نظام سعر الصرف ليكون في ذلك إكمال لبقية الورقة. ثم يأتي في النهاية فصل ليكون خاتمة الورقة.

**ثانياً: نظام سعر الصرف في المكسيك**

لقد ساد في السنوات الأخيرة شعور عام بعدم الرضا عن التصنيفات الرسمية لأنظمة سعر الصرف. وهناك محاولتان حديثتا العهد نحو وضع تصنيفات ذات معنى من الناحية الاقتصادية، وهما ورقة Reinhardt and Rogoff (2002) و Levy-Yeyati and Sturzenegger(2002). وعرضت هاتان الورقتان تصنيفاتهما التبادلية الخاصة بأنظمة سعر الصرف في عدد كبير من الدول على مدى عقود عدة. ويبدو أن هاتين الورقتين تكملا بعضهما البعض: فلقد استخدمت الورقة الأولى البيانات الخاصة بأسعار الصرف الموازية لاكتشاف ما إذا كان جزء كبير من صفقات العملات قد نفذ بأسعار متغيرة حتى في ظل أنظمة رسمية لتثبيت السعر، بينما حاولت الورقة الأخرى أن تقيس التزام الدول التي أقرت نظم تعويم رسمية بأسعار صرف مستهدفة ضمنياً. تنتمي الورقة الثانية في حقيقة الأمر إلى ما أفرزته أدبيات Calvo and Reinhardt (2002) عن الخوف من التعويم. إذ ذكر هذا المصدر أن المؤيدين للتعويم يتحرجون في حقيقة الأمر من رؤية سعر الصرف يتحرك بحرية نظراً للتكاليف التي يمليها تقلب الأسعار، وهي تكاليف تتراوح ما بين أثر هذا التقلب على التضخم، إلى أثره على كشوف الموازنة (العامة والخاصة) المقومة بالدولار، ومن ثم يتدخلون في غالب الأحيان لمنع سعر الصرف من أن يتحرك كثيراً. ويسترسل Levy-Yeyati and Sturzenegger (2002) على نفس خط النقاش هذا قائلين أن مؤيدي تثبيت سعر الصرف على استعداد لبيع أو شراء العملة الأجنبية حسب السعر المعلن ومن ثم

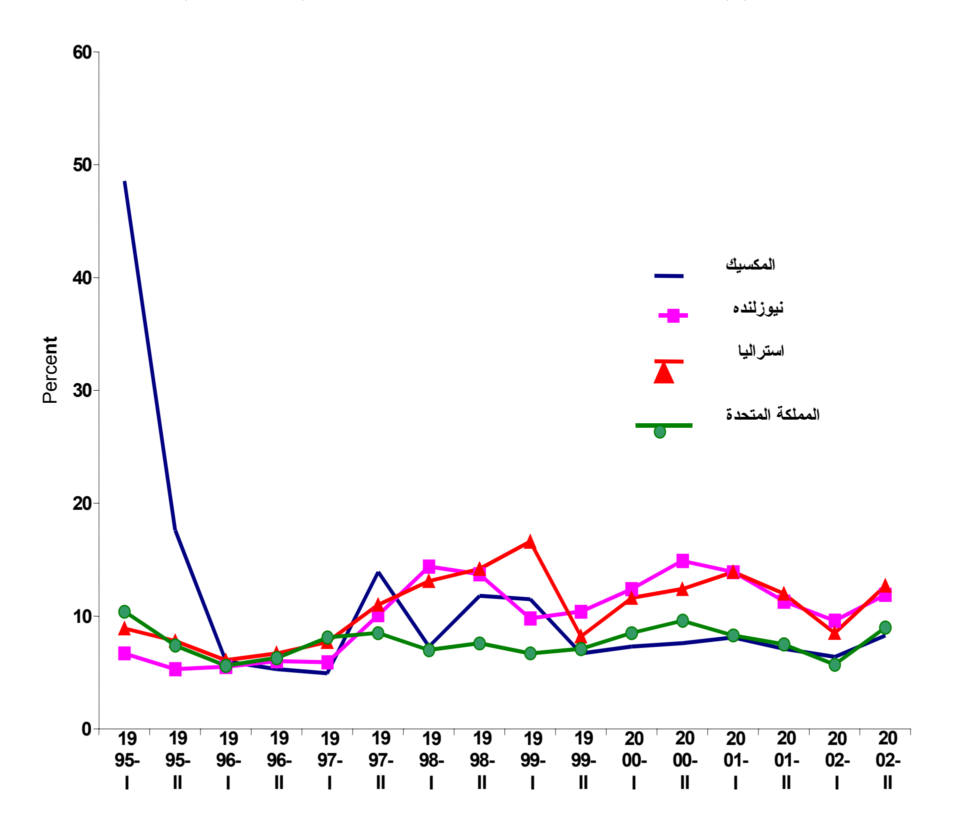
تصبح احتياطياتهم الدولية شديدة التقلب بينما تستقر أسعار الصرف لديهم. أما المنادون الحقيقيون بالتعويم، وعلى النقيض من ذلك، فيحجمون عن التدخل في سوق الصرف، وبذلك تظل احتياطياتهم الدولية مستقرة حتى ولو تحرك سعر الصرف. وهكذا ينظر هذان الباحثان إلى توزيع التفاوت في أسعار الصرف، وكذلك إلى تفاوت صافي الاحتياطيات الدولية، ويصنفان الدول إلى ثلاث فئات وفقاً لأدائها على تلك المحاور.

**الشكل (1): سعر الصرف الاسمي في المكسيك مقابل الدولار (القيم في نهاية الشهر)**



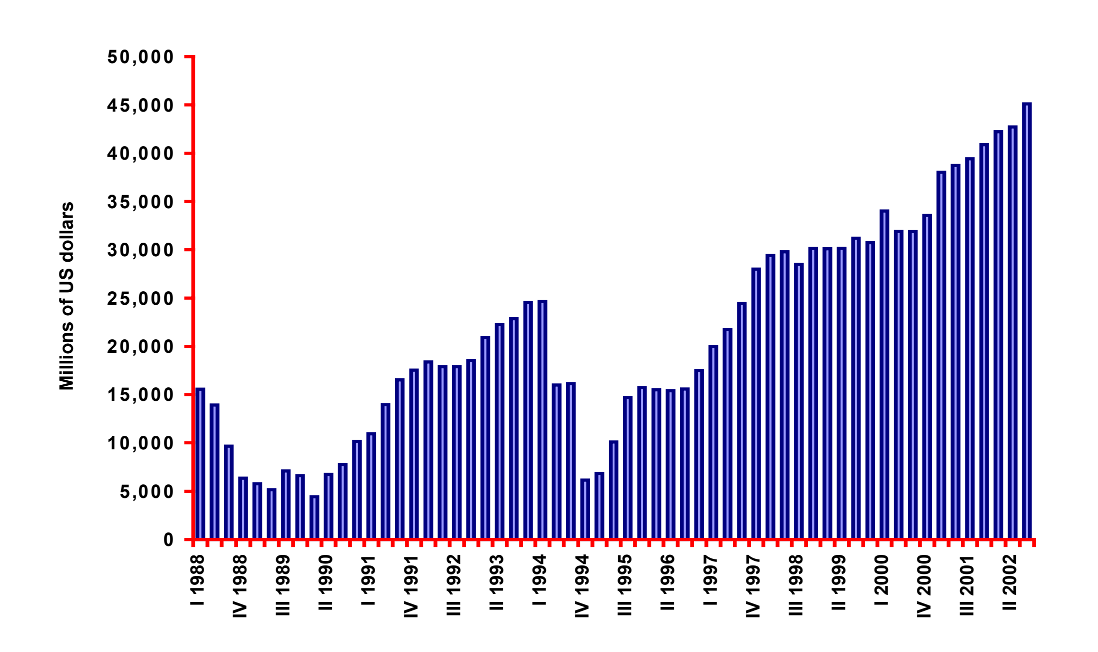
والآن، كما يبين لنا الشكل (1)، ثبتت المكسيك سعر البيسو أمام الدولار الأمريكي حتى أواخر ديسمبر 1994، إلا أنه على الرغم من التغير الواضح في سلوك سعر الصرف بعد ذلك التاريخ، وعلى الرغم من التصنيف الرسمي لنظام سعر الصرف في المكسيك على أنه نظام قائم على التعويم الحر، فإن المراقبين ليسوا على اتفاق كامل بشأن نوع نظام الصرف الذي طبقته المكسيك اعتباراً من أواخر 1994. طبقاً لما أورده Reinhardt and Rogoff (2002)، اتبعت المكسيك نظام تعويم حر في الفترة ما بين نهاية 1994 وأوائل 1996، ثم اتبعت نظام تعويم موجه منذ ذلك التاريخ وصاعداً. أما طبقاً لما ذكره Levy-Yeyati and Sturzenegger (2002) ، فلقد اتبعت المكسيك نظاماً "وسطياً" خلال عامي 1995 و 1996، ثم اتبعت بعد ذلك اعتباراً من 1997 نظام تعويم حر.

**الشكل (2): تقلب سعر الصرف على أساس سنوي (نسب مئوية)**



يمكننا أن نقول أن الرأي القائل بأن المكسيك لم تطبق في حقيقة الأمر نظام صرف مرن أو أنها كانت متخوفة من التعويم قول غير صائب، وهو يرجع في الغالب إلى عدم الأخذ بالاعتبار حقيقة وضع المكسيك التي استوجبت إعادة تكوين احتياطياتها الدولية الصافية بعد أزمة ميزان المدفوعات في عام 1995. إن هذه الرؤيا المنقوصة تأتى من مقارنة تقلبات سعر صرف العملات الأجنبية من ناحية، ومن الاحتياطيات الدولية من الناحية الأخرى. ومن السهولة الاهتمام بالشق الأول من المقارنة، فيبين الشكل (2) أن تقلب أسعار الصرف في حالة المكسيك لا يختلف كثيراً عما لوحظ في دول أخرى تطبق نظم تعويم "رسمية معتمدة" مثل أستراليا، والمملكة المتحدة، ونيوزيلندة. وحقيقة الأمر أن تقلب سعر البيسو أمام الدولار لم يكن أقل قدراً منه أمام عملات الدول الثلاث المذكورة، حتى بعد تجاوز حالات الانخفاض الكبرى في قيمة البيسو.

**الشكل (3): صافي الاحتياطيات الدولية في البنك المركزي (مليون دولار أمريكي)**



يتطلب النظر إلى الشق الثاني من المقارنة إلى قدر أكبر من الشرح لأن تقلب الاحتياطيات الدولية في المكسيك كان بحق عالياً نسبياً. والمشكلة هنا أن الذي يركز فقط على تقلب متوسط صافي الاحتياطيات الدولية قد يكون قادراً على التمييز بين التقلبات في الاحتياطيات الناشئة عن التدخل المقصود بهدف الإبقاء على سعر الصرف في حدود نطاق مستهدف، وبين تلك الناشئة عن اختلاف اتجاهات صافي الاحتياطيات الدولية استجابة لسياسة مقصودة تهدف إلى رفع مخزونها (أنظر الشكل (3)).

ففي المكسيك هبط صافي الاحتياطات الدولية خلال عام 1994 من 25.5 بليون دولار أمريكي إلى 6.1 بليون نتيجة لمحاولة التصدي لسلسلة من الهجمات على البيسو التي وقعت خلال ذلك العام المفعم بالشجون السياسية. ففي البداية لم يكن من المخطط للبرنامج النقدي عام 1995 أن يشهد تراكماً لصافي الاحتياطيات النقدية نظراً لأجواء عدم الثقة التي خيمت على احتمالات المساندة الخارجية للبرنامج الاقتصادي المكسيكي. ولقد وضع هذا البرنامج لكي يستوعب أي زيادة محتملة في صافي الاحتياطيات الدولية، وذلك لأن ثوابته الرئيسة كانت القيد على نمو صافي الأصول المحلية والزيادة في نمو صافي الاحتياطيات الدولية لدى البنك المركزي. فقد اشتمل البرنامج النقدي في عام 1996 بعد أن حظي بدعم من المجتمع الدولي، على زيادة متواضعة في مستوى صافي الاحتياطيات الدولية، الأمر الذي يشير إلى أن هذا الأخير يمكن تحقيقه ما دام ذلك لا يلقى بكثير من الضغوط على سعر الصرف. وعلى هذا، فلقد ارتفع صافي الاحتياطيات الدولية إلى 15.7 بليون دولار بنهاية عام 1995، ثم 17.5 بليون دولار بنهاية عام 1996، ويرجع الفضل في ذلك جزئياً إلى الارتفاع النسبي في أسعار النفط خلال هذين العامين.[2] واتخذت السلطات المكسيكية قراراً بشكل رسمي في عام 1996 بزيادة صافي الاحتياطيات الدولية نظراً لأسباب تحوطية. ومرة أخرى نجد أن الفكرة كانت اقتناص الفرص لإجراء عمليات شراء بهدف زيادة الاحتياطيات دون إحداث تأثير كبير على سعر الصرف في السوق. ومن ثم بدأ بنك المكسيك سعياً لتحقيق هذا الهدف في تنفيذ برنامج للحصول على الصرف الأجنبي عن طريق مزايدات عروض البيع، وهذه العروض تعطى لمالكيها الحق في بيع العملة الأجنبية للبنك المركزي بأسعار محددة سلفاً. ولقد قام البنك

[2] أنظر Banco de Mexico (1995) and Messmacher (2000).

المركزي فعلاً في ظل هذا البرنامج بشراء العملة الأجنبية بصورة مستمرة. فعلى سبيل المثال، في عام 1997، وهو أول عام كامل شهد تطبيق هذا البرنامج، تمكن البنك من الحصول على ما يزيد عن أربعة بلايين دولار.[3] وبنهاية الربع الأخير من عام 1998 وصل صافي الاحتياطيات الدولية إلى المستويات التي كان عليها قبل الأزمة، حيث بلغت 25 بليون دولار تقريباً، وهو أخر رقم شهدته بدايات عام 1994. وخلاصة القول أن تقلب صافي الاحتياطيات الدولية في المكسيك لا يعكس فقط التدخل الذي يرمى إلى الإبقاء على سعر الصرف في حدود هوامش معينة، بل والقرار بالسماح لصافي الاحتياطيات النقدية أن يعود إلى ما كان عليه وفقاً لما تسمح به الظروف.[4]

**ثالثاً: التضحيات الأساسية بصدد اختيار نظام سعر الصرف**

ما دمنا قد ذكرنا أن نظام الصرف الأجنبي في المكسيك كان في واقع الأمر نظاماً معوماً، فلتكن الخطوة التالية في جدول أعمالنا هي النظر في عواقب هذا الاختيار، وهذا ما نرمى إليه في هذا القسم. تتلخص أشهر النتائج التي وردت في الأدبيات بشأن اختيار نظام سعر الصرف في عبارة تدل على الاستحالة، وهي "الثلاثية المستحيلة" والفكرة هنا أنه إذا ما كانت دولة ما مفتوحة أمام تدفق رؤوس الأموال الدولية ، فهذه الدولة لا تستطيع أن يكون لها سياسة نقدية مستقلة، وضمان استقرار سعر الصرف فيها.[5] وآثار هذه المعضلة على السياسة أن الدولة التي تختار أن تنتهج سياسة نقدية مستقلة ، عليها أن تتنازل عن بعض مزايا تطبيق نظام ثابت للصرف الأجنبي.

---

3 أنظر Werner and Milo (1998).

4 كما ورد في شرح للبرنامج النقدي، كان هناك بعض المناسبات التي تدخل فيها البنك المركزي في سوق سعر الصرف، إلا أن هذا التدخل كان نادراً محدوداً ولا يساعد في تبيان تقلب صافى الاحتياطيات النقدية لدى البنك المركزي.

5 أنظر Frankel (1999). هنالك بعض الاستثناءات، إذ يلاحظ أنه في بعض البلدان النامية قد لا يكون هنالك تلائماً بين أسعار الصرف المعومة والسياسة النقدية المستقلة وحرية انتقال رؤوس الأموال نتيجة لعدم نضج وتطور أسواق المال الوطنية.

إن الميزة الأساسية التي يعد بها نظام سعر الصرف المستقر هي تلك الناشئة عن الحد من حالة عدم الثقة في العلاقة بين بلد ما وبقية بلاد العالم. فمن المفترض أن الرابطة التي تتسم بقدر أقل من عدم الثقة مع الدول الأخرى، يفترض أن تتمخض عن تجارة أكثر قوة وتدفقات استثمارية أكبر، ذلك لأن لا العوائد والتكاليف الناشئة عن العمليات التجارية الدولية التي ينفذها وكلاء محليون، ولا العائد للأجانب على استثمار أموالهم في هذا البلد، معرض لمخاطر العملة. وهذا الحد من عدم الثقة يبرز بشكل أكثر أهمية في حالة ما إذا ثبتت الدولة عملتها تجاه عملة شريكها التجاري الرئيسي. وفي حقيقة الأمر، فأن اختيار العملة التي تثبت عملة البلد تجاهها سوف يؤدي، نتيجة للحد من عدم الثقة، إلى نمو التجارة والتدفقات الاستثمارية ليكون في صالح البلد المثبتة العملة تجاهه. وفي حالة المكسيك فأن الأمر الواضح أن العملة التي تثبت تجاهها هي الدولار الأمريكي.

أما الميزة الهامة الثانية التي يمكن أن تتوقعها الدول التي انتهجت سبيل تثبيت سعر الصرف فيها فهي استجلاب ثبات الأسعار من دولة العملة الصعبة. ومن ثم فإن ما يتوقع في كثير من الأحيان هو أن الدول ذات معدلات التضخم العالية تستطيع بتثبيتها سعر الصرف أن تبتدع أداة ارتكاز للحد من توقعات التضخم، الأمر الذي يعجل بامتصاص هذا التضخم وكذلك بتقليل تكاليفه.[6] ويعتقد أيضاً في بعض الأحيان أن سعر الصرف الثابت يقوم بدور الوسيلة التنظيمية التي تحول دون أن تصبح السياسة المالية توسعية بشكل غير مبرر. وبينما يبدو أن هنالك دليل يؤيد المقولة بأن سعر الصرف الثابت يوقف اندفاع العملية التضخمية، إلا أنه ليس من الواضح بأن أسعار العملات المرتكزة على فكرة التثبيت ناجحة بقدر متساو في تحفيز العقلنة المالية، بل وفي الحث على العودة المبكرة للنمو.[7] وأياً ما كان الأمر، فإن أحد نقاط الضعف الأساسية لهذا النوع من استراتيجيات التثبيت هي الزيادة الحتمية في سعر الصرف الحقيقي التي تنشأ نظراً لتأخر انخفاض التضخم، التي تؤكدها حقيقة أن الدولة بدأت في طريقها نحو امتصاص التضخم ولكن مع قليل من المصداقية. وفي الواقع حاولت دول عديدة، لا سيما المكسيك في أواخر الثمانينات، وفنزويلا في أواسط التسعينات، أن تخفف من حدة هذه

[6] أنظر Edwards (2000)

[7] أنظر (1999) Hamann.

المشكلة بتحريك سعر الصرف طبقاً لمسار سبق الإعلان عنه.[8] ومع ذلك، وحتى في الحالات المشار إليها، ارتفع سعر الصرف الحقيقي، وهذا الارتفاع قد يؤدى بمرور الوقت إلى التدهور في الحساب الجاري وتراكم الخصوم الخارجية الكبيرة في موازنات وكلاء القطاعين العام والخاص على حد سواء.

أما المثالب الرئيسة لنظام سعر الصرف المرن فهي الصورة المنعكسة في المرآة للمزايا المفترضة لأنظمة سعر الصرف الثابت. فمن الممكن أن يؤدى تقلب سعر العملة الأجنبية إلى صعوبة عمل أولئك الذين يتاجرون مع بقية بلدان العالم، ويؤدى أيضاً إلى تغيير أسعار السلع الأجنبية بدخولها السوق المحلية، الأمر الذي يزيد من تقلب الأسعار الداخلية. وإضافة إلى ما ذكر، فإن انخفاض القيمة سينعكس بسهولة أكبر على التضخم المحلى الذي يعوزه الدافع القوى الذي يوفره تثبيت سعر الصرف. وهذا يشير ضمنا إلى أن امتصاص التضخم قد يستغرق وقتاً أطول، وقد يكون أيضاً أكثر تكلفة بحالة وجود نظام مرن لسعر الصرف.

تتمثل أهم مزايا سعر الصرف المعوم في قدرة الدولة على أن تتكيف مع الصدمات وأن تتفاعل معها. فسعر الصرف المعوم يمكنه امتصاص بعض أثار الصدمات الخارجية التي لولاه لانتقلت بكاملها إلى الاقتصاد الحقيقي أو إلى بعض قطاعاته. ويمكن بشكل نمطي تخفيف أثر صدمة الطلب الخارجي المعاكس على النشاط الداخلي بفعل الآثار التحويلية للمصروفات، الناشئة عن تخفيض قيمة العملة. والأهم من ذلك أنه في ظل نظام سعر صرف مرن، تظل السياسة النقدية رهنا لرغبات السلطات التي يمكنها أن تستغلها للتعامل مع الصدمات الخارجية منها والداخلية على حد سواء. وكما أكدت النظرية التقليدية حول "المناطق المثلى للعملة"، فإن قيمة هذا الخيار تكون أعلى عندما تكون الصدمات ذات الحساسية الخاصة مهمة نسبياً.[9]

---

[8] يلاحظ Edwards (2000) أن التثبيت التدريجي قد طبق في البداية في أمريكا اللاتينية خلال الستينيات، وذلك اعترافاً بوجود ضغوط تضخمية مالية الدافع يجب استيعابها بتطبيق سعر صرف اسمي متزايد لمنع الارتفاع الحقيقي. كما يلاحظ أن أسعار الصرف المتحركة كانت دائماً تدفع إلى التأشير، الأمر الذي يجعل التضخم أشد إلحاحاً ويخلق جوامد في الاقتصاد عن طريق إعاقة تعديل الأسعار النسبية.

[9] أنظر Mundell (1961).

وسوف ننظر فيما تبقى من هذه الورقة في كل من تلك المزايا والتكاليف بالنسبة لحالة التعويم الأخيرة في المكسيك.

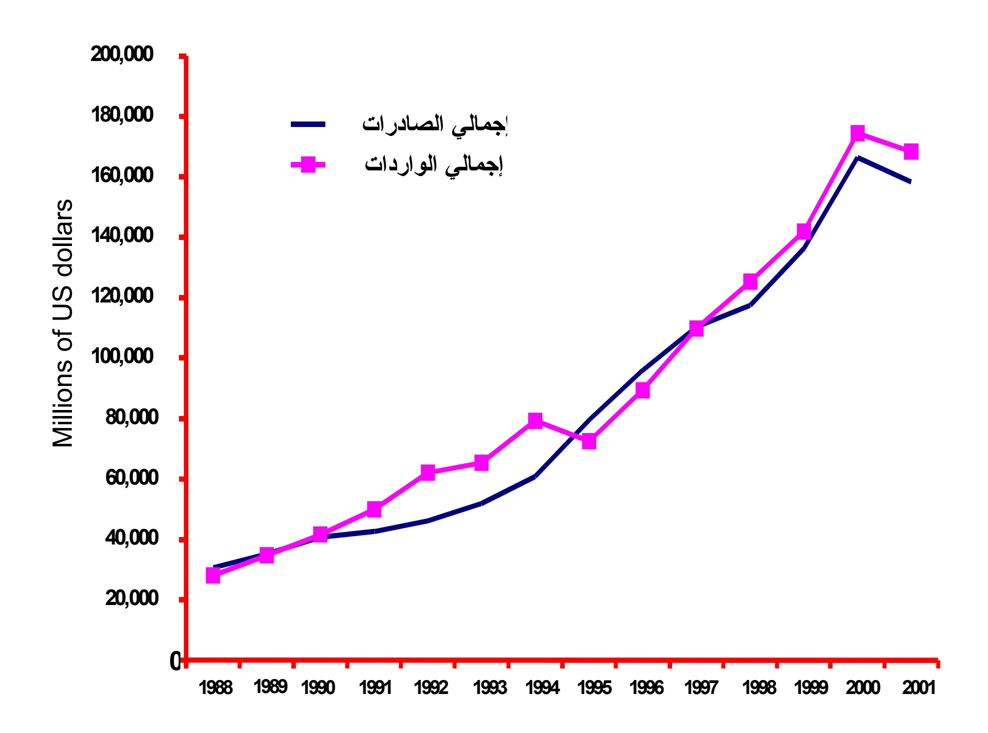
**رابعاً: هل فات المكسيك الكثير من عدم تثبيت سعر صرفها؟**

نحاول في هذا القسم أن نقيس تجربة المكسيك خلال السنوات الأخيرة باستخدام المعايير التي من المفترض أن نتوقعها من نظام سعر صرف ثابت "يجرى على عكس ما تقتضيه الحقائق". والنتيجة التي وصلنا اليها أن المكسيك لم يفتها الكثير من اختيارها لنظام سعر صرف مرن، حيث انتعشت التجارة والاستثمار الدوليين بينما انخفض التضخم، وفي نفس الوقت تجنبت تراكم حالات عدم التوازن الخارجي الكبرى.

**1. هل فقدت المكسيك النمو التجاري والاستثماري الأجنبي؟**

لقد انتعشت التجارة الخارجية المكسيكية انتعاشاً هائلاً منذ عام 1995، على نحو ما يبين الشكل (4)، مع انخفاض طفيف في عام 2001. فلقد كان متوسط معدل نمو التجارة (الذي يعرف بإجمالي الواردات والصادرات بالدولار الحالي) خلال الفترة 1989-1993 14.8%، وارتفعت إلى 16.5% خلال الفترة 1994-2000. وكان التغيير أكثر حدة في جانب الصادرات التي نمت بمعدل 11.1% خلال الفترة الأولى، و18.1% خلال الفترة الثانية. ونتيجة لتلك الخطى المتسارعة للنمو تضاعف إسهام الصادرات ضعفين تقريباً في النشاط الاقتصادي خلال تلك الفترة التي شهدت تطبيق نظام الصرف المرن، إذ ارتفعت من 14.5% من إجمالي الناتج المحلى خلال الفترة 1989-1994، وإلى 27.8% خلال الفترة 1995-2001. ولقد كان بارزاً أيضاً التغيير في نسبة الواردات إلى إجمالي الناتج المحلى حيث ارتفعت من 16.4% إلى 28% من إجمالي الناتج المحلى خلال هاتين الفترتين.

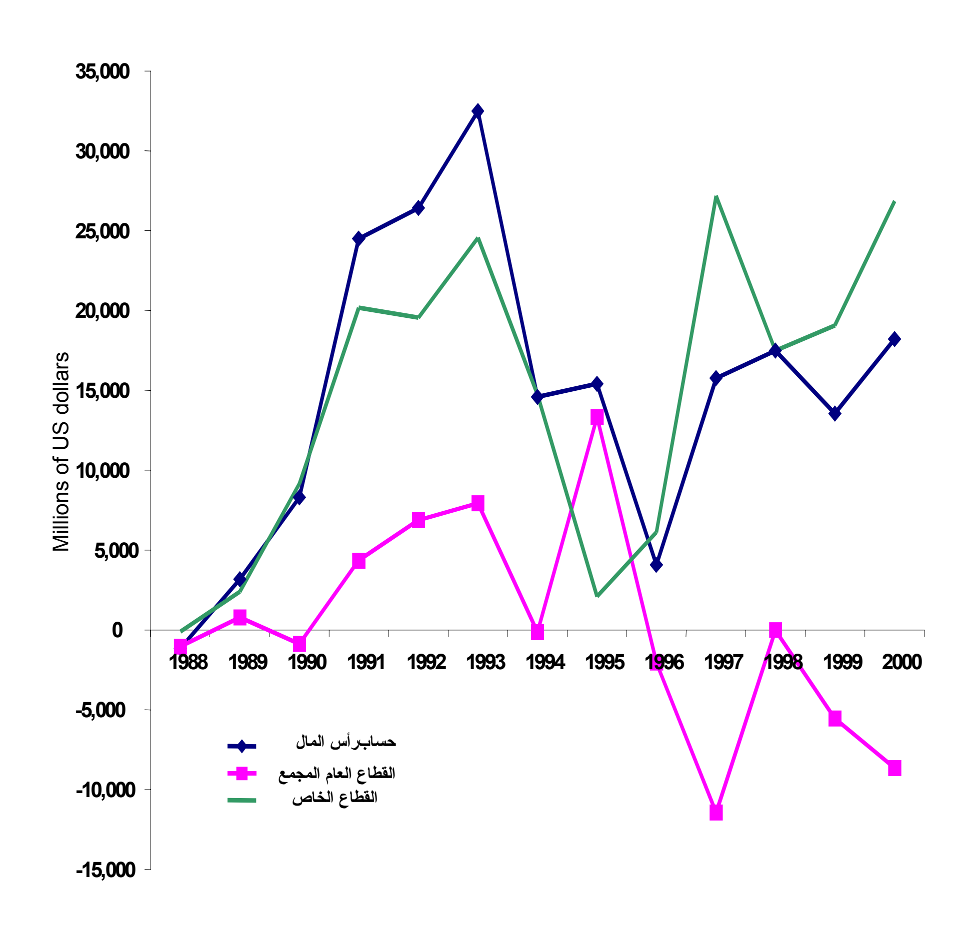
الشكل (4): صادرات وواردات المكسيك (مليون دولار أمريكي)




لقد كان هناك عاملان أساسيان وراء هذه القفزة في التجارة وهما بدء اتفاقية التجارة الحرة لدول أمريكا الشمالية مع الولايات المتحدة الأمريكية وكندا حيز التنفيذ، والازدهار الاقتصادي الذي شهدته الولايات المتحدة الأمريكية. فلقد دخلت هذه الاتفاقية التي وقعت في عام 1992 حيز التنفيذ اعتباراً من يناير 1994، وهي تنص على الإزالة التدريجية للحواجز أمام التجارة في إقليم أمريكا الشمالية.

**الشكل (5): المكونات الرئيسة لحساب رأس المال في ميزان المدفوعات**

**(مليون دولار أمريكي)**

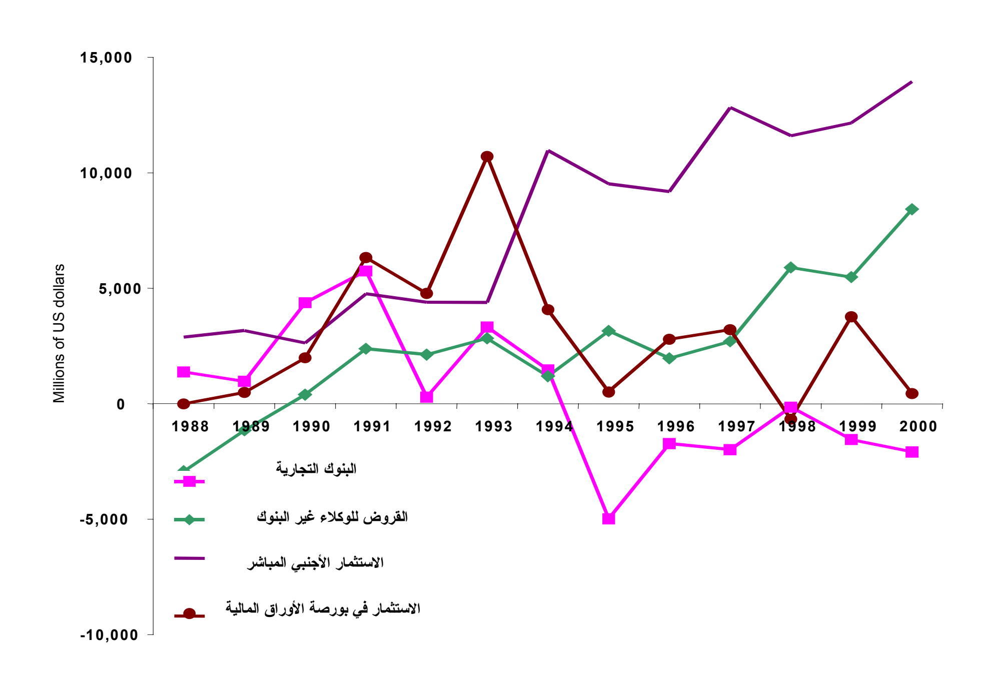



يتضح تنامى التكامل بين الاقتصاد المكسيكي واقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية الذي جرى توثيقه في Cuevas, Mesmacher, and Werner (2002) على وجه الخصوص في الانخفاض الذي شهدته الصادرات والواردات في 2001، حين تعرضت الولايات المتحدة الأمريكية لموجة كساد. وفي حقيقة الأمر فإن قوة هذه العلاقة الثنائية يمكن تبين من خلال تكوين التجارة. إن الحركة المشتركة الأكثر وثاقة للواردات والصادرات تعكس الأهمية المتزايدة لنشاط الماقيلا (Maquila) وتراجع ثقل الصادرات البترولية في تجارة المكسيك

الدولية.[10] ولقد أصبحت هذه الاتجاهات التي ترجع بأصولها إلى الثمانينات أكثر عمقاً ورسوخاً في التسعينات. وهكذا مثلت الصادرات البترولية حوالي 60% من إجمالي الصادرات في عام 1980، و25% في عام 1990، و7% في عام 1999. أما حصة صادرات الماقيلا، في المقابل، فلقد ارتفعت من 15% في عام 1980 إلى 34% في عام 1991، و47% في عام 1999. وخلاصة القول فإن التجارة ازدهرت بسبب سياسة انفتاح التجارة، وسياسة تعويم سعر الصرف لم يكن لها أثر سلبي ملحوظ على التجارة.



**الشكل (6): تدفقات رأس المال الخاص (مليون دولار أمريكي)**




يصعب أيضاً القول بأن سعر الصرف المرن قد حال دون تدفق رؤوس الأموال، حتى وإن صح القول أن تكوين تلك التدفقات كان قد تأثر بنظام سعر الصرف. يبين الشكل (5) أن متوسط صافي تدفقات رؤوس الأموال الخاصة إلى الداخل كان عند مستويات مماثلة في السنوات التي كان نظام الصرف المعوم فيها مطبقاً، كما كان الأمر خلال الفترة من 1991

---

[10] الماقيلا هي المجمعات الإنتاجية للسلع على الحدود بين المكسيك والولايات المتحدة الأمريكية.

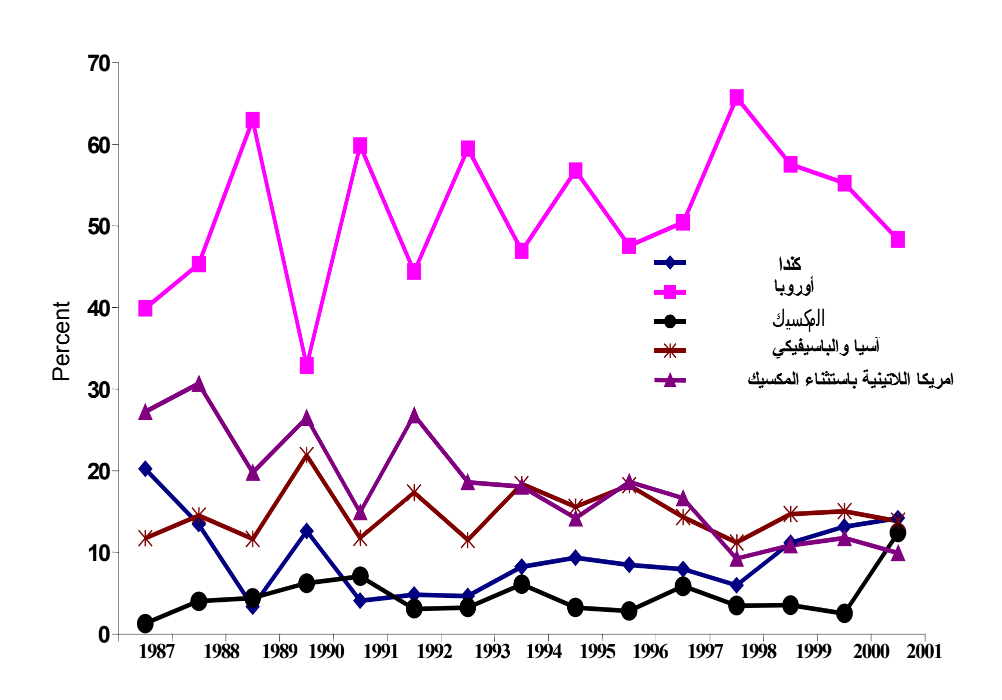
إلى 1994. يعكس هذا التراجع في إجمالي مستوى تدفق رؤوس الأموال إلى الداخل بين هاتين الفترتين، تغييراً في استراتيجية القطاع العام التي سعت إبان النصف الثاني من التسعينيات إلى إحداث إهلاك صاف لديونها الخارجية وكان بعض هذه الإهلاكات انعكاس للطبيعة قصيرة المدى التي اتسم بها الدعم الرسمي الذي قدم خلال أزمة 1995، ولكن حتى وبعد أن تم سداد هذا الدعم استمرت حالات الإهلاك الصافي.

يرتكز تحليلنا، رغم ما سلف من القول، على القطاع الخاص لا سيما وإن علمنا أن القطاع الخاص هو ما يتعين علينا النظر فيه لتبيان أية آثار سلبية لأنظمة الصرف المعوم على تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل. ورغم ذلك فإن الدليل هنا يأتي أيضاً معارضاً لأي توقعات حول الأضرار التي قد يلحقها غياب عملة تثبت أمامها العملة الوطنية بإجمالي التدفقات إلى الداخل. وكما يبين الشكل (5) أن ما طرأ على تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل – إن كان قد طرأ شئ – هو زيادتها، ولكن يجدر القول على نحو التحديد أن تكوين هذه التدفقات قد انتقل من استثمار في المحافظ قصيرة الأجل إلى أنماط من الاستثمار طويل الأجل ومن أمثلتها الاستثمار الأجنبي المباشر. ويشير الشكل (6) إلى ازدهار في محفظة الاستثمار من الأجانب خلال الفترة من عام 1991 إلى 1994، حيث بلغ هذا الاستثمار ذروته عام 1993 مرتفعاً إلى 10.7 بليون دولار أمريكي.

بيد أن تلك الأحجام المرتفعة من تدفقات المحافظ إلى الداخل لم تكن دائمة. ويرجع أحد أسباب الازدهار المؤقت لتلك المحافظ الأجنبية أنها كانت من قبيل تعديلات الأسهم. فلقد نص قانون بورصة الأوراق المالية لسنة 1975، وقانون الاستثمار الأجنبي لسنة 1973 على منع الأجانب من الاستثمار في بورصة الأوراق المالية المكسيكية. ولكن صدرت في عام 1989 مجموعة من اللوائح التي سمحت للشركات بأن تصدر أسهماً ممتازة لا حق لمالكيها في التصويت وهذه الأسهم لم يكن محظوراً على الأجانب امتلاكها بموجب اللوائح القائمة. وبعد ذلك جاء كجزء من السياسات التي تضمنت المفاوضات بشأن النافتا (اتفاقية التجارة الحرة لدول أمريكا الشمالية NAFTA)، إقرار قانون جديد للاستثمار الأجنبي في عام 1993 وضم الأسهم غير ذات الحق في التصويت جاعلاً منها وسيلة للالتفاف حول القيود القانونية على الاستثمار الأجنبي وذلك عبر مفهوم " الاستثمار المحايد". ولقد فتحت تلك التغييرات الباب

أمام محفظة الاستثمارات الأجنبية، ومن ثم كان من الطبيعي أن نرى فائضاً في حجم استثمار تلك المحافظ. وهنالك سبب ثانٍ وراء اعتبار هذا الازدهار في محفظة الاستثمارات الأجنبية ازدهاراً مؤقتا، وهو أن أكبر عمليات التخصيص التي نفذت في أوائل التسعينات جرت عن طريق بورصة الأوراق المالية. وتضمنت هذه العمليات بيع شركة الهاتف، وبيع البنوك، على الرغم من وجوب ملاحظة أنه كان هناك في البداية قيود ضيقة نسبياً على الملكية الأجنبية للبنوك.[11]

**الشكل (7): حصص الاستثمار الأمريكي المباشر في الخارج (نسب مئوية)**




أما الاستثمار الأجنبي المباشر، وعلى النقيض مما ذكر، فلقد كان المكون الأساسي في حساب رأس المال المكسيكي. فلقد بلغ متوسط الاستثمار الأجنبي المباشر خـــلال الفتـــرة

[11] أنظر Martinez and Werner (2002) and Dussel, Paliza, and Diaz (2002).

1997- 2000، 12.6 بليون دولار، وفي عام 2001 بلغ ذروته ليصل إلى 18 بليون دولار نتيجة لشراء شركة سيتيكورب (Citicorp) بنك باناميكس (Banamex)، وهو أكبر ثاني بنك تجارى. وتتوقع السلطات أن يصل حجم الاستثمار الأجنبي المباشر في عام 2002 إلى 13 بليون دولار. وهذا بالطبع جيد، ولكنه ليس فوق العادة مقارنة بالأداء العالمي، إذا استثنينا عامي 2001 و 2002. ويرجع السبب في ذلك إلى نمو التدفقات العالمية من الاستثمار الأجنبي المباشر أيضاً بسرعة عالية خلال العقد الأخير من القرن المنصرم، الأمر الذي يعزى في مجمله إلى ازدهار في دمج واندماج الشركات عبر الحدود. فلقد ارتفع الاستثمار الأجنبي المباشر على مستوى العالم من 185 بليون دولار في العام خلال الفترة 1990-1993 ليصل إلى 1270 بليون دولار في عام 2000، حيث تراجع بعد ذلك ليصبح 735 بليون دولار في عام 2001، ويبدو أن هذا التراجع قد استمر خلال عام 2002.[12]

بدأ الانتعاش في الاستثمار الأجنبي المباشر، على نحو ما يبين الشكل (6) في عام 1994، حيث صادف ذلك دخول اتفاقية النافتا حيز النفاذ. إلا أن الأمر لم يكن محض صدفة، فلقد تضمنت اتفاقية النافتا فصلاً مستقلاً عن الاستثمار الذي يسهل الاستثمار الأجنبي المباشر القادم من كندا والولايات المتحدة الأمريكية. ويعرض الشكل (7) صورة واضحة لهذه الحقيقة: ففي الوقت الذي أعادت فيه الولايات المتحدة الأمريكية توجيه استثماراتها الأجنبية بعيداً عن أمريكا اللاتينية، نجحت المكسيك في أن تحتفظ بنصيبها من الاستثمار الأجنبي المباشر للولايات المتحدة الأمريكية في الخارج. وإضافة إلى ذلك، فإن قواعد المنشأ تحدد الحد الأدنى الإقليمي من المكونات الواجب توافره في السلعة لكي تستفيد من حالات الأفضلية التي جرى التفاوض عليها وتضمنتها الاتفاقية. ولقد كان هذا بمثابة المحفز لرأس المال من خارج أمريكا الشمالية ليستقر في المكسيك لكى يحظى بأفضلية الدخول إلى سوق أمريكا الشمالية.

وبوجه عام، أن اتفاقيات التجارة الحرة لها تأثير إيجابي على الاستثمار الأجنبي المباشر. ويقدر Cuevas, Messmacher, and Werner (2002) من خلال استخدامهم لبيانات

[12] أنظر UNCTAD (2001).

مقطعية تضم عدداً من الدول لاسيما الدول التي دخلت في اتفاقيات تجارة حرة، أن إسهام النافتا في نمو الاستثمار الأجنبي في المكسيك قد ساعد على زيادة الاستثمار الأجنبي المباشر بحوالي الثلثين مقارنة بما كان من المفترض حدوثه في حالة التصور دون وجود النافتا. وإضافة إلى ذلك، فربما تكون الاتفاقية قد حالت دون الانخفاض في حصة الاستثمار الأجنبي المباشر العالمي المتجه نحو المكسيك، الأمر الذي كان سيبدو نتيجة طبيعية لتراجع برنامج التخصيص في المكسيك الذي صادف حدوثه ازدهار عمليات الدمج والاندماج على المستوى الدولي. وأخيراً، تجدر الملاحظة أنه في حالة المكسيك وجه قدر من الاستثمار الأجنبي المباشر إلى عمليات الدمج والاندماج (باستثناء عملية بنك باناميكس الملحوظة) أقل من ذلك الذي وجه نحو إنشاء المرافق الإنتاجية الجديدة. ويأتي الجزء الأكبر مما يطلق عليه "الملعب الأخضر" (Greenfield) للاستثمار في إجمالي الاستثمار الأجنبي المباشر في المكسيك معارضاً لتجربة معظم الدول الأخرى المتلقية للاستثمار الأجنبي المباشر خلال التسعينات. ومن الشيق أن ننظر ما إذا كان هذا الاستثمار الذي يرتكز بقدر أقل على الرغبة في إقامة تحالفات دمج استراتيجية منه على قصد الإفادة من المزايا النسبية للمكسيك قد عزز معدلات الانتاجية أم لا.[13]

وخلاصة ما قيل، انتعشت التجارة وتدفقات الاستثمار خلال الفترة التي طبقت فيها المكسيك سعر صرف معوم. وهذا الانتعاش يمكن عزوه في مجمله للآثار الناشئة عن النافتا، وإلى زيادة التكامل بين أسواق المال، وإلى التوسع الشديد للاقتصاد الأمريكي. وكل هذه الآثار تبدو أنها أكثر أهمية إلى مدى بعيد مقارنة بعدم تثبيت العملة الوطنية تجاه عملة أجنبية ما.

### 2. أحدث حالتين لمكافحة التضخم في المكسيك

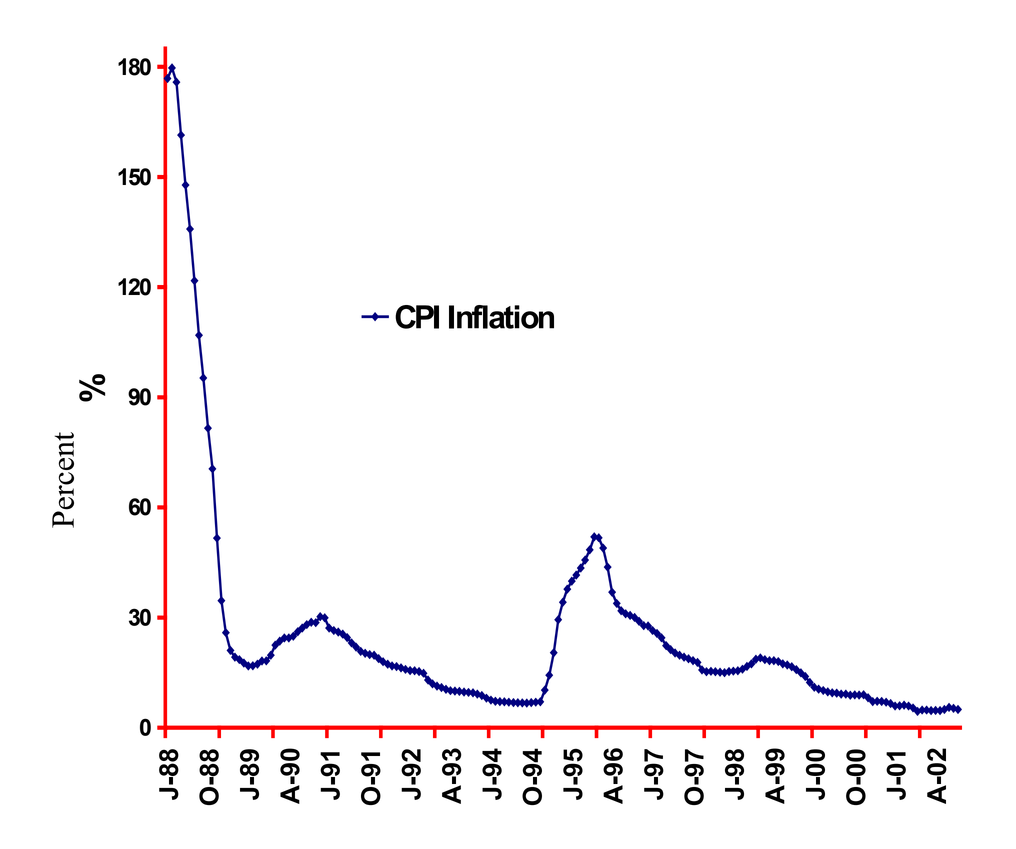
لقد واجهت المكسيك على مدى الأربعة عشر عاماً الماضية قفزتين تضخمتين أعقب كل منهما عملية لمكافحة التضخم. وقعت الحالة الأولى لامتصاص التضخم بين عامي 1989 و1994، وهي الفترة التي أعقب فيها التثبيت التدريجي لسعر الصرف التحرك ضمن نطاق (وهو ما

---

[13] أنظر Calderon, Loayza, and Serven (2002).

كان في حقيقة الأمر استمراراً للتثبيت التدريجي). أما الحالة الأخرى فلقد بدأت في عام 1996 في ظل نظام سعر الصرف المرن المطبق حالياً. وكما يوضح الشكل (8) فإن حالتي لمكافحة التضخم كلتيهما كانت ناجحة على الرغم من انقضاء فترة الحالة الأولى نتيجة لأزمة ميزان المدفوعات والأزمة المالية في عام 1995.

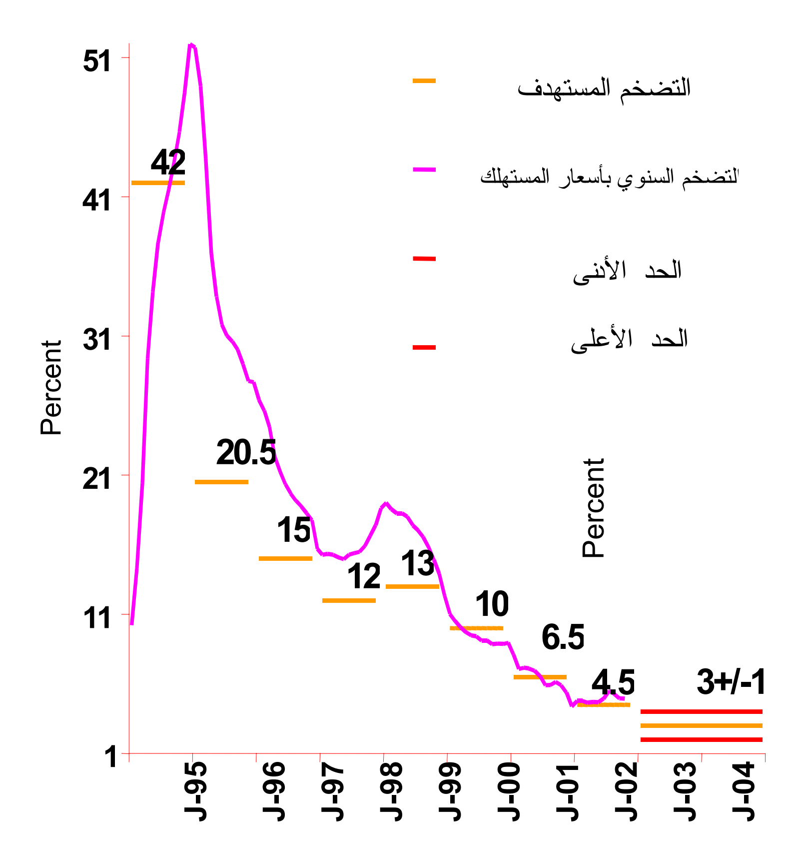
**الشكل (8): التضخم في أسعار المستهلك (نسب مئوية)**




أدت حالة مكافحة التضخم اعتماداً على تثبيت سعر الصرف في الفترة بين عام 1989 و 1994 إلى انخفاض التضخم بسرعة كبيرة من نسب شديدة الارتفاع، فلقد هبط من ذروته وهي 180% خلال الاثنى عشر شهراً من شباط/ فبراير1988 إلى 20% في 1989؛ وبعد فترة من عودة التضخم للارتفاع في عام 1990 (حيث بلغت نسبته 30%)، هبط إلى ما دون

العشرة في المائة بحلول عام 1993. ثم اندلعت أزمة 1995 التي اقترنت بارتفاع في سعر الدولار الأمريكي مقابل البيسو بنسبة 121% خلال الفترة من تشرين الثاني/ نوفمبر 1994 إلى تشرين الثاني/ نوفمبر 1995، ونتيجة لذلك عاد التضخم السنوي إلى الارتفاع حيث بلغت نسبته 52% في عام 1995.

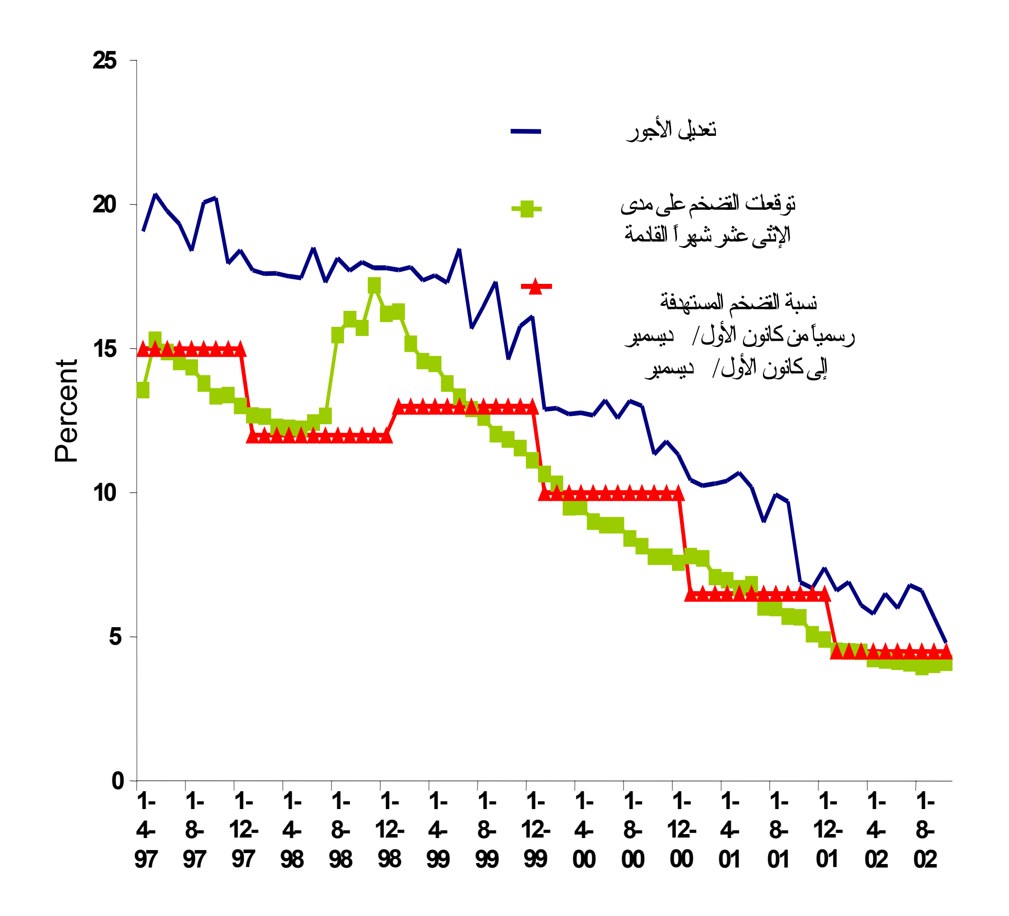
**الشكل (9): التضخم ونسب التضخم المستهدفة (نسب مئوية)**




يبين الشكلين (8) و(9) عملية مكافحة التضخم في ظل نظام سعر الصرف المرن. وما دمنا قد نحينا جانباً سعر الصرف كمثبتاً اسمياً، فإن عملية مكافحة التضخم الأخيرة قد نفذت في إطار استهداف نسبة تضخم. فلقد حاولت الحكومة كجزء من جهودها المبذولة في هذا المجال

أن تحتوى التضخم في عام 1995، حتى عندما كانت الأزمة في أوجها، لتهبط به إلى 42%، ولكن في واقع الحال وصلت نسبته إلى 52% في ذلك العام. ثم انخفض التضخم خلال العامين التاليين ولو لم يكن بالمستطاع الوصول إلى نسبته المستهدفة. ولكن على الرغم من ذلك كان هناك اتجاه عكسي لتراجع نسبة التضخم لم يدم طويلاً خلال عام 1998. ثم أعقب ذلك، وعلى مدى السنوات الثلاث التالية، استعادة التضخم لما كان عليه من اتجاه هبوطي وتحققت النسبة المستهدفة حيث انخفضت نسبة التضخم إلى ما دون العشرة في المائة في عام 2000.

**الشكل (10): تعديلات الأجور وتوقعات التضخم (نسب مئوية)**



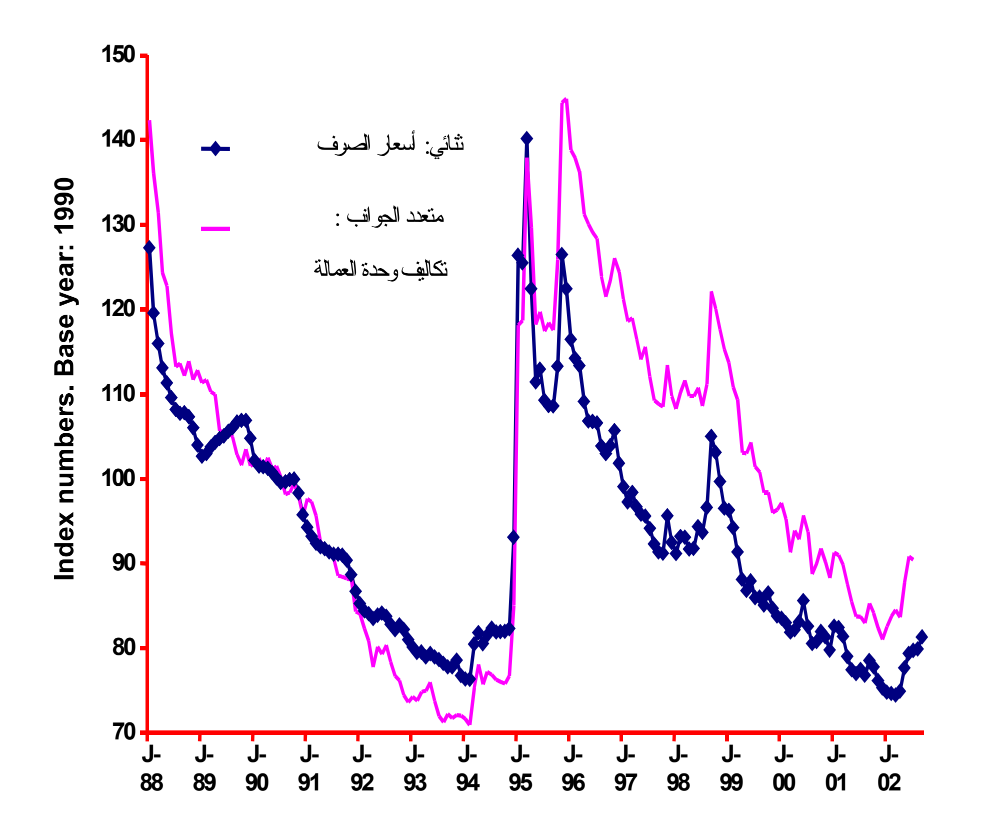
إن الانحراف الذي حدث في عام 1998 في اتجاه مكافحة التضخم ثم ما أعقبه من عودة الأسعار إلى الاستقرار في السنوات التالية يبين سلوك المحددات الأساسية للتضخم في ظل نظام الصرف المعوم. وكما بين الشكل (10)، أخذت توقعات التضخم في الارتفاع خلال النصف الثاني من عام 1998، وهذا الارتفاع كان مقروناً بنوبة انخفاض في سعر العملة من متوسط أدنى من 8.5 بيسو للدولار خلال الأشهر الأربعة الأولى من عام 1998، إلى 9 بيسو في حزيران/ يونيو، وإلى متوسط 10.18 بيسو خلال شهري أيلول/ سبتمبر وتشرين الأول/ وأكتوبر من نفس العام. ولقد كان هذا السلوك لسعر الصرف مرتبطاً إلى حد بعيد بعوامل خارجية، لاسيما الأزمة الروسية، كما هو بين من سلوك مؤشر EMBI (مؤشر السندات للأسواق الناشئة) للمكسيك خلال تلك الأشهر. فلقد كان متوسط الفارق لمؤشر EMBI خلال الأشهر الأربعة الأولى من عام 1998، 444 نقطة أساس، بينما كان خلال الأشهر الأربعة الأخيرة من نفس العام 1022 نقطة أساس، وهذا المعدل لم يظهر منذ عام 1995. ولقد جاء هذا الارتفاع في معدل الخطورة من قبيل العدوى، إضافة إلى عام نفطي سيئ خلال الفترة من نهاية 1998 إلى بداية 1999 حيث هبطت سلة النفط المكسيكية إلى أدنى مستوى لها على مدى أكثر من عقد. وأخيراً، يبين الشكل (10) أيضاً أن الخطوة العصيبة الأخرى كانت كسر مقاومة تضخم الأجور الذي ظل ثابتاً تقريباً خلال الفترة الممتدة من أواخر 1997 إلى أواسط 1999، وهي الفترة التي انخفض فيها معدل التضخم السنوي من 18% إلى 15% ثم ارتفع بعد ذلك إلى 17% . إلا أن مصداقية السياسة المضادة للتضخم من عام 1999 تبدو واضحة في الشكلين (9) و (10) حيث يبينان التضخم، وتوقعات التضخم، وتعديلات الأجور، جميعهم يتقاربون نحو نسبة التضخم المستهدفة رسمياً. وخلاصة القول أن المكسيك قد نجحت في تخفيض التضخم فيها بينما كانت تطبق نظام سعر صرف مرن، *ولكن* الحالة الوحيدة التي هدد فيها التضخم باستعادة سطوته بعد أن كان قد كبح تزامنت مع فترة اتسمت بانخفاض شديد في سعر الصرف الرسمي.

### 3. تجنب اختلال التوازن المزمن

تكمن المثلبة الأساسية لسعر الصرف الثابت، لاسيما أثناء مكافحة التضخم، في الارتفاع الحقيقي الذي يعقب هذا التثبيت وآثاره على ميزان الحسابات الجارية الخارجية. يعرض

الشكل (11) مراحل تطور قياسين لسعر الصرف الحقيقي خلال مرحلتي امتصاص التضخم المذكورتين. ففي الحالتين كلتيهما يبين مؤشر أسعار الصرف الحقيقية المحسوب على أساس التضخم في أسعار المستهلك وتكلفة وحدة العمالة اتجاهات زيادة ملحوظة على مدى عدة أعوام (الانخفاض في المؤشر يدل على زيادة في سعر الصرف الحقيقي والعكس صحيح).

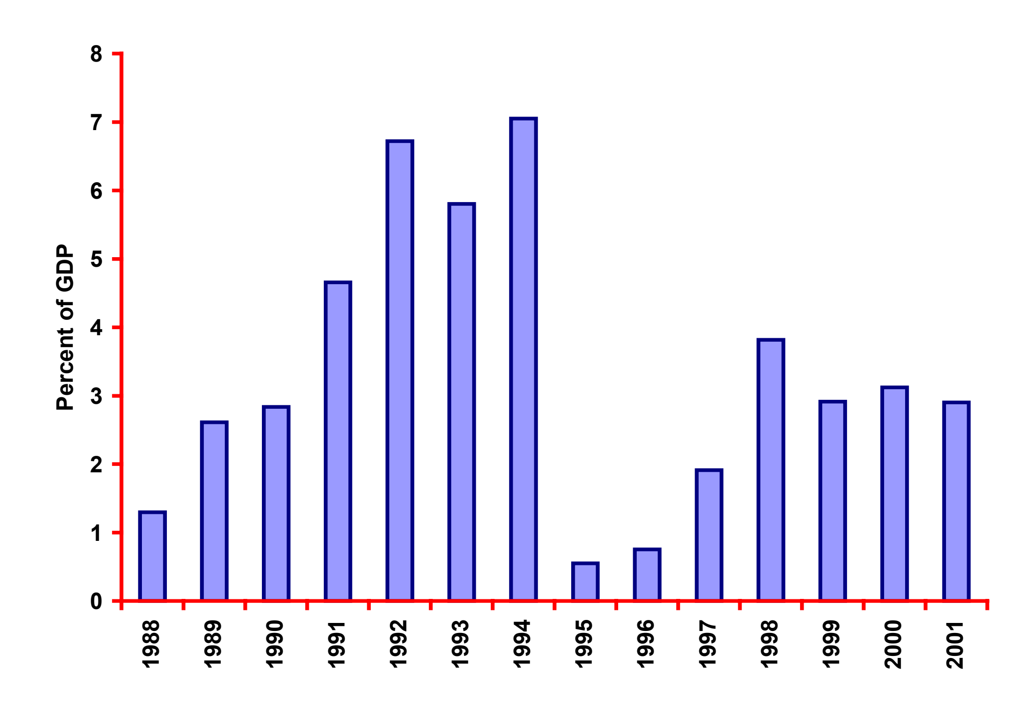
**الشكل (11): مؤشرات سعر الصرف الحقيقي (سنة الأساس 1990)**




ولكن هناك اختلافان بين تحركات اتجاهات الزيادة جديران بالملاحظة. أولهما هو أن درجة زيادة سعر الصرف الحقيقي المعتمد على تكلفة العمالة كانت أقل خلال الفترة الأخيرة لمكافحة التضخم، الشيء الذي يدل على تحسن معدل انتاجية العمالة خلال تلك الفترة. أما

الثاني فيتعلق بأحادية الاتجاه المتزايد في سعر الصرف الحقيقي خلال الفترة الأولى: فبالنظر إلى أن سعر الصرف الأسمى كان يسلك طريقاً محدداً إلى حد بعيد، وأن الأسعار غير مرنة في اتجاه الهبوط، فإنه من الصعب لسعر الصرف الحقيقي أن يتخذ اتجاه عكسي. وحتى في ذروة الأحداث الدرامية التي شهدها عام 1994 لم يتغير سعر الصرف الحقيقي إلا تغيراً طفيفاً، حيث تحرك إلى قمة النطاق. وعلى النقيض من ذلك، أظهر سعر الصرف الحقيقي على الأقل ثلاث حالات واضحة لانخفاض القيمة خلال أخر فترة لمكافحة التضخم: في أوائل عام 1996، وفي أواخر عام 1998، وأوائل عام 2000. وهذا بحرفه هو الميزة الأولى لسعر الصرف المرن، وهي أنه يستطيع التحرك صعوداً أو هبوطاً ليمتص الصدمات ويدفع نحو إجراء التصحيح في سعر الصرف الحقيقي كلما دعت الضرورة إلى ذلك.

**الشكل (12): العجز في الحساب الجاري (كنسبة مئوية من الناتج المحلى الإجمالي)**



إن نتائج زيادة سعر الصرف الحقيقي التي لم يمكن تراجعها والتي اتسمت بها حالة مكافحة التضخم الأولى تبدو واضحة في الشكل (12)، الذي يبين العجز المتزايد في الحساب الجاري في السنوات الأولى من عقد التسعينات. وطبقاً لأي قاعدة احترازية بهذا الصدد، فإن عجزاً يتجاوز 7% من الناتج المحلى الإجمالي لا بد وأن يكون مثار قلق. وكثيراً ما قيل أثناء تلك الفترة أن مثل ذاك العجز لم يكن مصدراً كبيراً للأخطار ذلك لأنه يعكس قرارات خاصة أكثر منها حالات من عدم التوازن الشديد في القطاع العام، وأن السبب وراءه كان الاستثمار الأجنبي. ولكن، كما ألمحنا آنفاً كان الاستثمار الأجنبي أشد قوة بعد عام 1995 عن ما قبلها. وخلال الفترة الأخيرة ظل العجز في الحساب الجاري حول 3% من الناتج المحلى الإجمالي حتى خلال سنوات النمو المرتفع، مثل عام 2000، عندما ارتفع الناتج الحقيقي بنسبة 6.9%. وهكذا تمكنت المكسيك في ظل نظام سعر الصرف المعوم من تجنب تراكم نقاط الضعف الكبرى في حسابها الجاري.

**خامساً: لوحة تسجيل مزايا سعر الصرف المعوم**

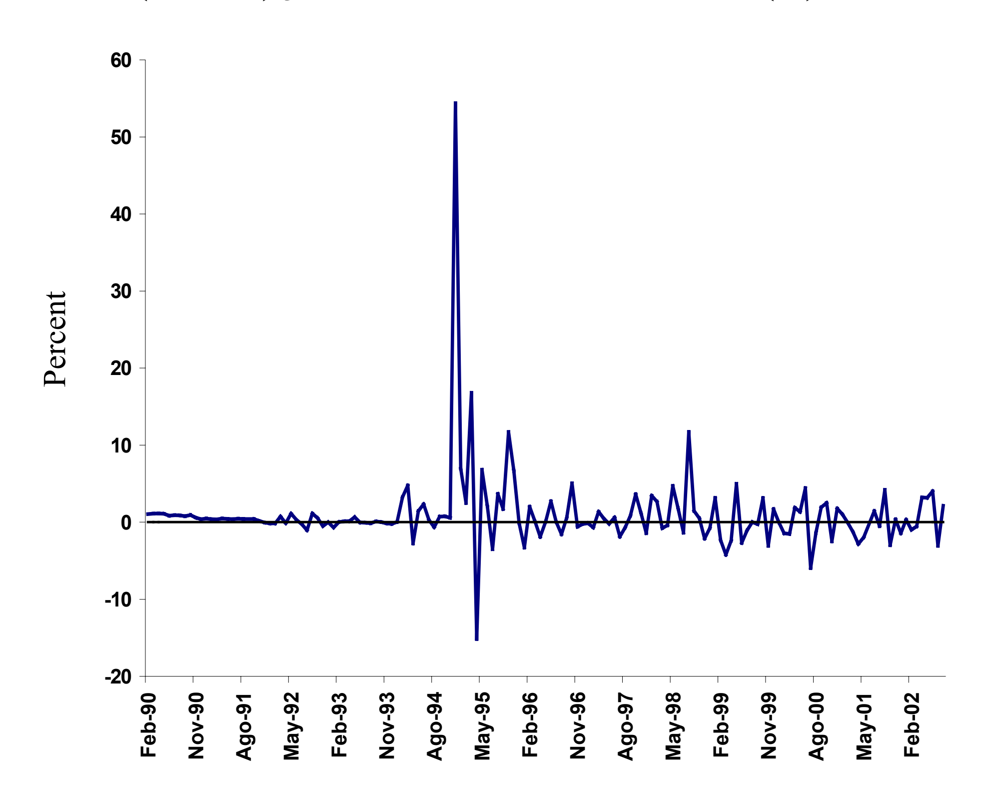
حيث أننا قد توصلنا إلى أن التخلي عن سعر الصرف الثابت يبدو أنه لم يكلف المكسيك كثيراً، فإننا سننتقل في هذا القسم إلى مسائل نناقش فيها ما إذا كان سعر الصرف المعوم قد سبب تقلبه مشاكل، وندرس ما إذا كان قد حقق ما وعد به من مرونة أفضل.

**1. التقلب في سعر الصرف وعواقبه**

لقد تراجع تقلب سعر صرف البيسو أمام الدولار منذ أيام أزمة أواخر عام 1994 وأوائل عام 1955، وذلك على النحو الذي يوضحه الشكل (13). وكما أسلفنا القول فإن سعر الصرف في المكسيك على مدى الأعوام الأخيرة قد أظهر نوعاً من التقلب ليس بالمختلف عن ذاك الذي تفضله الدول من مؤيدي التعويم مثل المملكة المتحدة أو نيوزيلندة. إلا أنه من الواضح كلياً أن سوق سعر الصرف قد عمل بصورة تميل إلى الاستقرار على مدى فترة طويلة من الزمن تخللتها فواصل من حالات التقلب الشديد، كتلك التي وقعت في أواخر 1995 حيث ساد شك كبير بشان الاستراتيجية الرسمية حيال التعامل مع أزمة البنوك المحلية، والفترة القريبة من

الأزمة الروسية في عام 1998.[14] وفي الحالتين تراجع تقلب سعر الصرف بمجرد احتواء آثار هذه الظواهر الأساسية.


**الشكل (13): تناقص القيمة الشهرية لسعر الصرف الاسمى (نسب مئوية)**




إن التكرار القليل لفترات التقلب الشديد والتأرجح الكبير لسعر الصرف منذ أواخر عام 1995 يرجع في الأساس إلى ثقة السوق في سياسات الاقتصاد الجزئي المطبقة منذ ذلك الوقت. ولقد لاحظنا من قبل أن البنك المركزي قد استفاد من أوقات الرخاء لإعادة تكوين احتياطياته الدولية، وأن السياسات المالية كانت ترمى إلى تخفيض التضخم. كما لاحظنا أيضاً من قبل أن السياسات المالية كانت تسعى إلى تقليل المخاطر التي يتعرض لها القطاع العام عن طريق

---

[14] يقدر Bazdresch and Werner (2002) معادلة انحدار تعكس التغير في النظام وينتهيان إلى أن كلا النظامين يمكن التمييز بينهما بوضوح: أحدهما يتسم بسعر صرف متقلب ومتراجع القيمة، والآخر يتسم بسعر صرف ثابت نسبيا وليس له اتجاه معين.

إنقاص الدين العام الخارجي. وبشكل أكثر عمومية، فلقد احتفظت الحكومة بدينها الرسمي عند مستويات مناسبة، مع العلم بأنه كان من المتعين عليها أيضاً أن تتحمل تكاليف إنقاذ البنوك في عام 1995 – 1996. وهذه التكاليف لم تفرض على البنك المركزي وتمت جدولتها بحيث يتوزع عبئها بمرور الوقت، الأمر الذي قلل للحكومة الضغط الذي تبذله في السوق المالية المحلية.

يحمد للبنك المركزي أيضاً، وإن كان بقدر أقل، ما أسداه من مساعدة لاحتواء بعض مصادر التقلب الشديد بانتهاجه أسلوبين. أولهما شراء العملة الأجنبية من مؤسسات القطاع العام بالسعر السائد في سوق الصرف. وتهدف هذه السياسة إلى حد بعيد إلى امتصاص الأثر المباشر لتذبذب إيرادات تصدير النفط على سوق العملة الأجنبية. ولكن في الوقت المناسب، رغم ما ذكر، فإن التغييرات في إيرادات النفط ستؤثر على سعر الصرف وذلك نظراً لتأثيرها على المصروفات الحكومية: فلقد أدت الإيرادات المحدودة من التصدير إلى تخفيض الإنفاق العام الذي أدى أثره التراجعي على الطلب، وبالأخص فيما يتعلق بالسلع والخدمات غير المتداولة في التجارة، إلى المساعدة في دفع سعر الصرف نحو تخفيض حقيقي في القيمة، بينما جاءت الزيادة في القيمة نتيجة لانتعاش الإنفاق عندما عادت إيرادات تصدير النفط إلى الارتفاع مرة أخرى. أما الأسلوب الثاني فهو طرح ما يوازي 200 مليون دولار أمريكي من العملات الأجنبية يومياً في مزاد بسعر أدنى يرتفع بنسبة 2% عن سعر إقفال اليوم السابق. إن هدف هذه السياسة ليس الدفاع عن أي مستوى بعينه من مستويات سعر الصرف ولكن ضمان توافر حد أدنى من السيولة في السوق التي قد تكون نافعة في حالة الزيادة الحادة في الطلب على العملة الصعبة.[15]

وبالإضافة إلى هذين الأسلوبين اللذين انتهجهما البنك المركزي بغية تخفيف حدة الأمر، ظهرت أسواق وقائية لمخاطر سعر صرف. على هذا الأساس، يمكن للأسواق المستقبلية أن تساعد في تخفيض درجة تقلب أسواق سعر الصرف، وحماية وكلاء القطاع الخاص أيضاً من هذا التقلب. ففي عام 1995 أصدر بنك المكسيك القواعد والأحكام المناسبة لتسهيل تأسيس

[15] أنظر Carstens and Werner (1999).

السوق المستقبلية للتعاملات بالبيسو في بورصة سلع شيكاغو. وعلى نفس النهج، فرض بنك المكسيك على البنوك التجارية في أن تنفذ عملياتها المستقبلية بسعر الصرف شريطة أن تفي تلك العمليات بمتطلبات معينة ذات طبيعة احترازية.

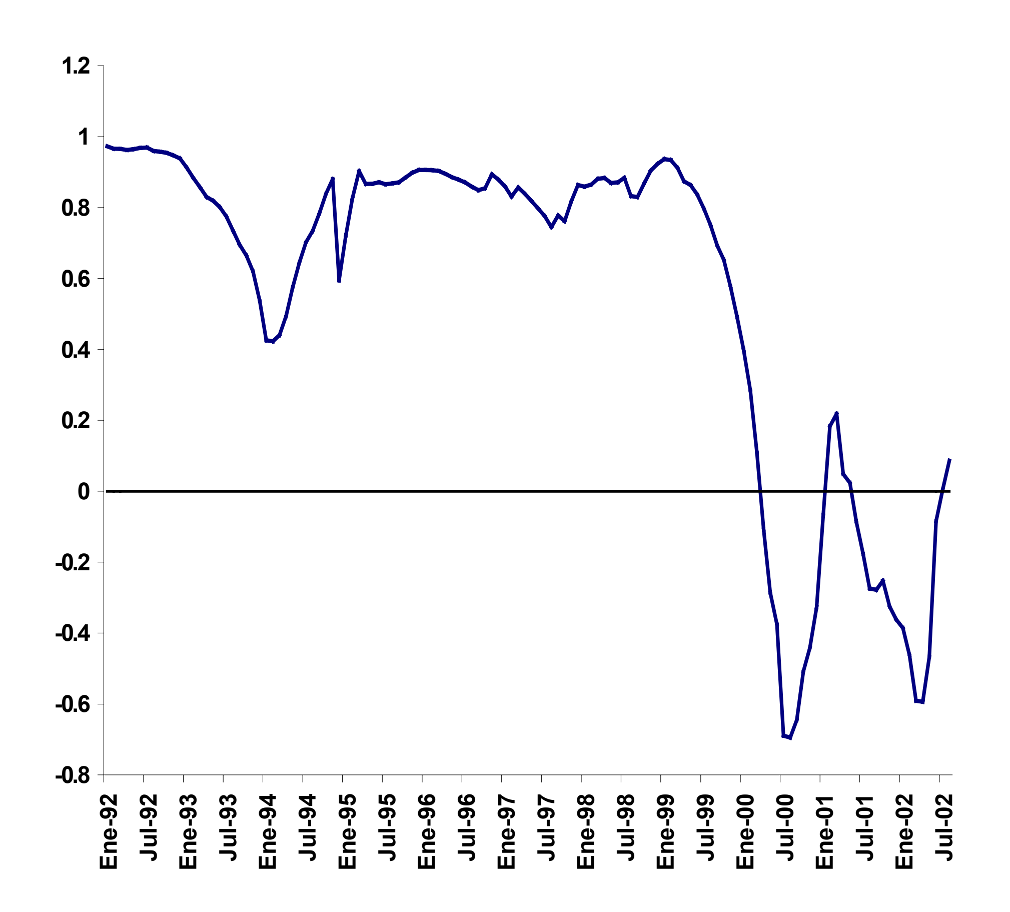
لقد كان الهدف من كل ما سلف ذكره من أساليب وآليات هو تبيان أن أثر تقلب سعر الصرف على النشاط الحقيقي كان أثراً هامشياً لا يذكر. وفي حقيقة الأمر وكما أسلفنا، فلقد انتعشت التجارة والاستثمار الدوليين في ظل تطبيق نظام سعر صرف معوم. وجدير أن ننوه مجدداً بحقيقة أن مثل ذاك المزيج من تدفقات رأس المال الأجنبي إلى الداخل في ظل نظام صرف أجنبي معوم كان في صالح الاستثمارات طويلة الأجل مثل الاستثمار المباشر على نحو ما بينا من الشكل (6). يقف هذا المزيج على النقيض مما لوحظ في الفترة السابقة ويستجيب جزئياً إلى حقيقة أن تقلب سعر الصرف يثبط الاستثمارات المبنية على المضاربة، مثل تلك الاستثمارات في بورصات الأوراق المالية، ذلك لأنه يرفع من التكاليف المحتملة للاستثمارات قصيرة الأجل بعملة البيسو.

إن مسألة الانتقال من سعر الصرف إلى مستوى الأسعار مسألة في غاية التعقيد ولم يحسم أمرها بعد في المكسيك.[16] تذكر بعض التحليلات التفسيرية أن معامل الانتقال ربما يكون قد تراجع في الآونة الأخيرة، وعلى سبيل المثال يبين الشكل (14) سلسلة من العلاقات بين التضخم وانخفاض قيمة العملة على مدى أربعة وعشرين شهراً تمثل العينة لفترة الانتقال. ومن الواضح أنه ليس ثمة تحليل ازدواجي بسيط يعالج كلا المتغيرين يمكن أن يحل محل الفحص المتأني للعلاقة بين سعر الصرف والتضخم الذي يضم متغيرات متعددة. ولكن يبقى الشكل (14) مثيراً، حيث يبدو أنه يشير إلى أن قوة العلاقة بين هذين المتغيرين قد تراجعت بقدر كبير خلال السنوات القليلة الماضية.

---

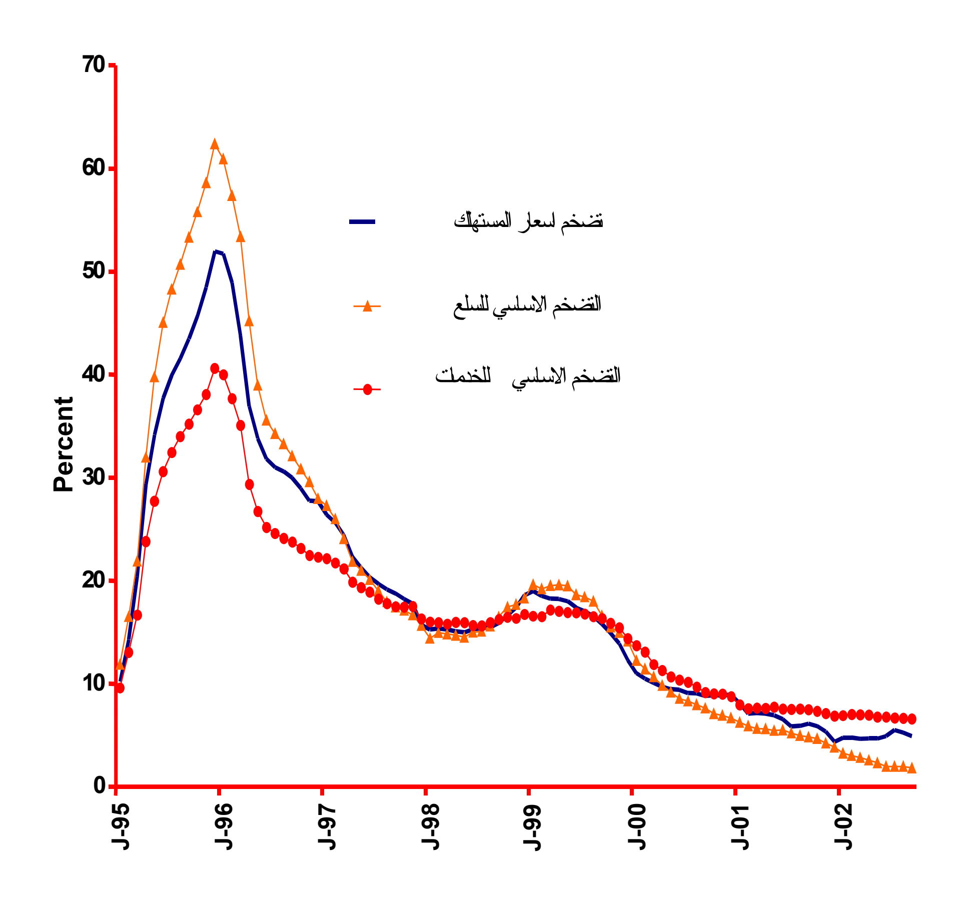
[16] تعتبر ورقة Conesa (1998) جهد هائل لتقدير انتقال آثارتحركات الأجور وسعر الصرف إلى الأسعار. ومما يؤسف له أن البيانات التي اعتمد عليها لا تغطي الفترة التي طبق فيها نظام سعر الصرف المعوم.

**الشكل (14): العلاقات المتحركة بين التضخم وانخفاض قيمة العملة**




ومن الممكن افتراض، مع اكتساب البنك المركزي مصداقية في سياسته الرامية إلى مكافحة التضخم، أن توقعات التضخم ومن ثم سلوك تحركات الأسعار والأجور قد تعتمد بقدر أقل على تحركات سعر الصرف، وأصبحت تعتمد بقدر أكبر من القوة على نسب التضخم المستهدفة. ويمكن الاستفاضة في هذا الافتراض بملاحظة أن وكلاء القطاع الخاص قد تعلموا أنه في ظل نظام الصرف المعوم يمكن لسعر الصرف أن يرتفع وينخفض على حد سواء. إن إمكانية إبطال قوى السوق لمفعول أي تحرك في سعر الصرف يجعل من أي تخفيض للقيمة مؤشراً ضعيفاً للدلالة على التحركات المستقبلية في الأسعار المحلية للسلع التجارية.

**الشكل (15): التضخم في الخدمات والسلع الأساسية للمستهلك ( نسب مئوية)**




يمكن على الرغم مما تقدم، أن يعزى الضعف البادي في علاقة سعر الصرف والأسعار المحلية إلى حقيقة أنه بعد نوبة التقلب الشديدة التي وقعت في عام 1998-1999، كان سعر الصرف بالأحرى ثابتاً، ومن ثم فإن أي تقدير لمعامل الانتقال سيكون مائلاً نحو الصفر لأسباب إحصائية (تنوع طفيف للغاية في واحد من متغيرات العينة). وهناك تفسير ثالث متوقع لهذا التراجع الواضح في معامل الانتقال، وهو احتمال وجود علاقة غير خطية بين حركات سعر الصرف والتضخم. ونظراً لأن تكلفة تأخير تعديل الأسعار في مواجهة تحركات سعر الصرف (ربما الدائمة) أعلى بالنسبة لتحركات سعر الصرف الأكبر حجماً، فإن معامل الانتقال في حد ذاته قد يكون بمثابة دالة حجم التغير في سعر الصرف. وطبقاً لهذا الافتراض،

فإن منحنى الانتقال في حقيقة الأمر لم يتراجع مؤخراً، وكل ما حدث أنه قد لوحظ في شريحة من نطاقه لم تكن قد ظهرت من قبل. فإذا ما كانت درجة تقلب سعر الصرف ستزداد فإن أثر تخفيض القيمة على التضخم سيرتفع مرة أخرى. ومن ثم يحق للمرء أن يتساءل عما إذا لم يكن هناك اختبار حاسم يمكن به التمييز بين تلك الافتراضات المتضاربة. وبهذا الخصوص فإن سلوك سعر الصرف في عام 2002 قد يوفر لنا اختباراً نافعاً على الرغم من أن الوقت لا يزال مبكراً لهذا القول.

خلال الفترة من منتصف شباط/ فبراير إلى منتصف نيسان/ أبريل 2002 كان سعر الصرف 9.10 بيسو للدولار حتى أنه كسر حاجز 9 بيسو لمدة قصيرة في الثاني من نيسان/ أبريل. ثم عاود سعر الصرف في الارتفاع حتى وصل إلى 10 بيسو للدولار في أوائل حزيران/ يونيو، وبعدها استقر على ما فوق العشرة اعتباراً من منتصف أيلول/ سبتمبر. إلا أن التضخم الأساسي للسلع، على نحو ما يبين شكل (15)، الذي يعكس أسعار معظم السلع المتداولة (باستثناء المنتجات الزراعية) استمر في الانخفاض خلال عام 2002. وفي حقيقة الأمر كان التراجع في تضخم السلع هو الذي قاد عملية مكافحة التضخم في عام 2002، إذا أخذنا في الاعتبار المقاومة لخفض التضخم للخدمات الأساسية. ويقف هذا السلوك على النقيض مما حدث في الأعوام الأولى للتعويم، حيث بدا أن الانخفاض الحاد في سعر الصرف كان هو المحرك الذي دفع عملية التضخم. ومع ذلك فليس من الممكن القول أن الانتقال المنخفض الذي وقع خلال النصف الثاني من عام 2002 لم يكن نتيجة لوضع إجمالي الطلب الذي لا يزال ضعيفاً، والذي تأثر بما يطلق عليه "الرقعة الناعمة" (Soft Patch) التي لا يزال الاقتصاد الأمريكي نفسه يمر بها. وخلاصة القول لا بد من توافر قدر أكبر من البيانات قبل استخلاص أي نتيجة بشأن تدعيم عملية الانتقال هذه.

**2. سياسة نقدية مستقلة**

إن الميزة الأساسية لنظام الصرف المعوم هي ترك البنك المركزي حراً لوضع السياسة النقدية. إن قيمة القدرة على اتباع سياسة نقدية مستقلة تزداد ارتفاعاً بزيادة تنوع الصدمات التي يمكن أن تعترض البلد. وكما ذكرنا في مكان سابق فإنه على الرغم من تزايد التكامل بين

المكسيك والولايات المتحدة الأمريكية في السنوات الأخيرة، فإن المكسيك لا تزال عرضةً لصدمات ذات حساسية خاصة تبرر الإبقاء على السياسة النقدية المستقلة. ونعرض في هذا القسم مثالاً واحداً على صدمة واحدة فقط ورد فعل السياسة إزائها، كما نعرض مثلاً للصدمة التي تقاسمتها المكسيك مع شركائها من دول أمريكا الشمالية.

تنفذ السياسة النقدية في المكسيك باستخدام تسوية نقد رسمية مستهدفة كأداة للتأثير في أسعار الفائدة في السوق.[17] تتمتع البنوك التجارية بحوافز للمحافظة على رصيد صفري في حساباتها الجارية مع البنك المركزي لأي مدة محاسبة مدتها 28 يوماً. فإذا كان متوسط رصيدها إيجابياً خلال تلك الفترة، فلا تحصل البنوك على مكافأة بسب ذلك؛ أما إذا كان متوسط الرصيد سلبياً، فعليها أن تدفع فائدة على الأموال التي اقترضتها بسعر فائدة يعادل ضعف سعر الفائدة في السوق. وهكذا يحاول أمناء خزائن البنوك أن يبقوا هذه الحسابات الجارية خالية لكل البنوك على مدى فترة المحاسبة. وأداة البنك المركزي هي الهدف الرسمي لإجمالي هذه الحسابات من كل البنوك خلال فترة المحاسبة.

إذا كان الهدف الرسمي لإجمالي رصيد الحسابات الجارية للبنوك رقماً سلبياً فإنه عادةً ما يشار إليه بتعبير "عجز"، وهنا يسعى البنك المركزي إلى حث البنوك على السحب على المكشوف على حساباتها الجارية. ويتم ذلك عن طريق التدخل الرسمي في سوق النقد. فعلى سبيل المثال لكي تنفذ عملية "العجز"، قد يبيع البنك المركزي أوراقاً حكومية للبنوك التي تقوم بإيجاد الأسواق، وذلك بالخصم على حساباتها الجارية. ولكي تتجنب البنوك وجود متوسط رصيد سلبي عند انتهاء فترة المحاسبة ، تحاول خزينة البنوك التي يتوقع أن تقوم بالسحب على المكشوف أن تقترض أموالاً من سوق التعامل فيما بين البنوك، وبذلك تزيد الضغط الملقى على أسعار الفائدة. وبصورة أكثر عمومية، يمكن القول أنه من المعتقد أن العجز يؤثر أيضاً بشكل مباشر على الظروف النقدية وذلك بتأثيره على تكوين التوقعات. وعلى أية حال تؤكد الأبحاث أثر هذا العجز على أسعار الفائدة.[18]

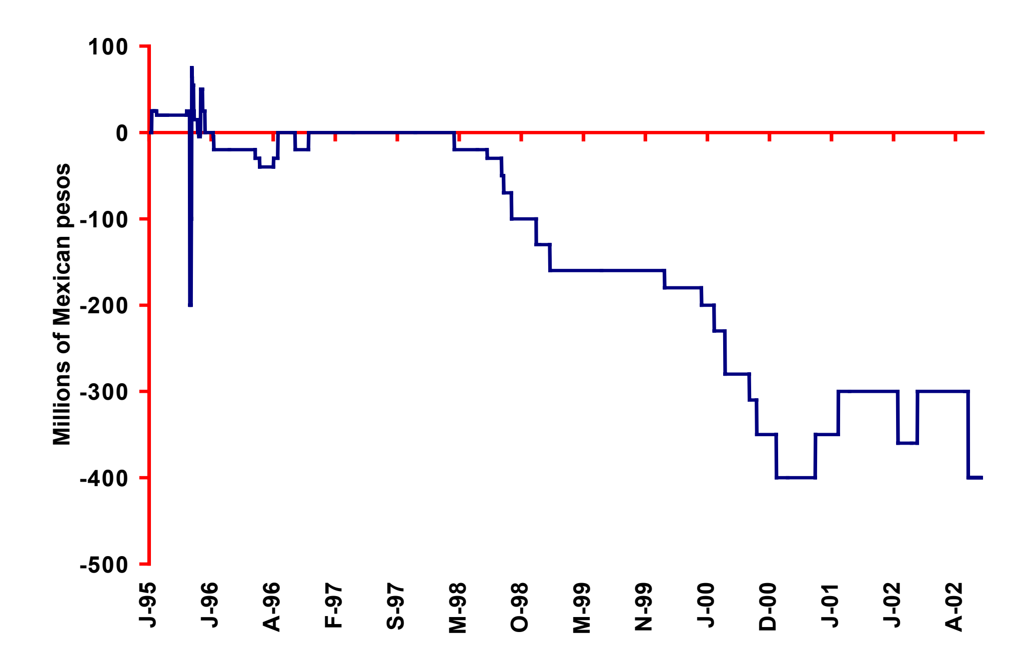
---

[17] لمزيد من المناقشات التفصيلية لإطار عمل السياسة النقدية في المكسيك، راجع Carstens and Werner (1998).

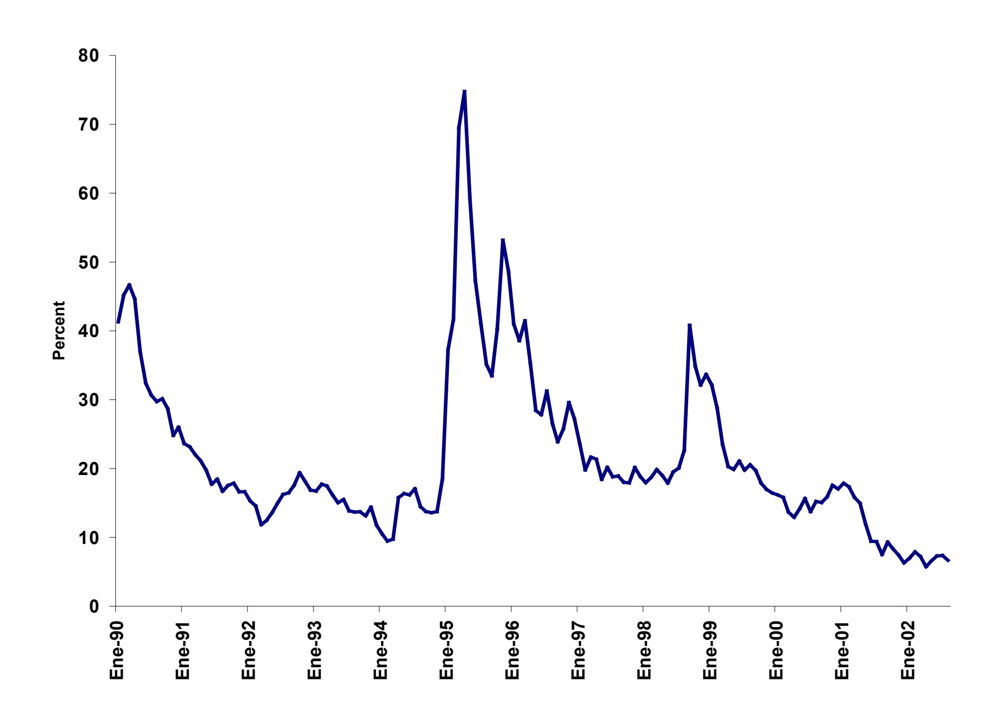
[18] أنظر المصدر في الهامش السابق.

يبين الشكل (16) الأهداف الرسمية لإجمالي أرصدة الحسابات الجارية للبنوك منذ بداية العمل بهذه السياسة النقدية. وهذه السياسة النقدية مثلها مثل أي أداة للسياسة النقدية لا يمكن الحكم على وضعها دون الرجوع إلى السياق الاقتصادي ككل. وهكذا فإنه بدلاً من الحديث عن موقف تقليص عندما نجد هدفاً سلبياً (عجز)، فالأحرى أن نتكلم عن إحكام السياسة النقدية عندما ينخفض المستهدف الرسمي (بمعنى أن يصبح أكثر سلبية)، كما نتكلم عن إجراء يتسم بتراخي السياسة النقدية عندما يرتفع المستهدف الرسمي. ويبين الشكل (16) بوضوح أنه بعد فترة تجريبية أولية تُرك المستهدف الرسمي دون تغيير حيث صادف ذلك تراجع نسبة التضخم إلا أنه اعتباراً من أواسط عام 1998 كان هناك حركة وئيدة تهدف إلى إحكام السياسة النقدية عبر سلسلة من المراحل. ولقد كان هذا رد فعل للسياسة إزاء صدمة خارجية ذات حساسية خاصة تمثلت في انتشار العدوى من أزمة الديون الروسية التي تسببت، كما ألمحنا سالفاً، في توقعات ارتفاع التضخم في المكسيك.

**الشكل (16): هدف السحب التراكمي على المكشوف في الحسابات الجارية للبنوك - العجز (ملايين البيسو)**



**الشكل (17): معدلات الفوائد قصيرة الأجل (أذون الخزانة الحكومية لمدة ثمانية وعشرين يوماً).**




ويمكننا بمطالعة الشكل (17) أن نرى ارتفاعاً في معدلات الفائدة قصيرة الأجل خلال نفس الفترة من عام 1998، وهي الفترة، كما سبق لنا ولاحظنا، التي ارتفع فيها الفارق في مؤشر EMBI (Emerging Market Bond Index، مؤشر الأسواق الناشئة للسندات) للمكسيك نتيجة العدوى التي أصابتها من الأزمة الروسية. والجدير بالملاحظة أيضاً أن أسعار الفائدة قصيرة الأجل ارتفعت بقدر كبير جداً مقارنةً بارتفاع الفارق في EMBI وذلك خلال الفترة من تموز/ يوليو إلى كانون الأول/ ديسمبر. فقد قارب ارتفاع الفائدة قصيرة الأجل بحوالي 1360 نقطة أساس، بينما ارتفع الفارق حسب مؤشر EMBI بـ 417 نقطة، حتى مع اتجاه معدلات الفائدة على أوراق الخزانة الأمريكية إلى الانخفاض الطفيف. والفرق في عدد النقاط، وهو 940 نقطة أساس، لا يمكن تبريره بارتفاع توقعات التضخم على مدى الاثنى عشر شهراً التالية التي بلغت نسبته 4.2%. أما الجزء الباقي من ارتفاع الفائدة فيمكن من ثم عزوه، على الأقل جزئياً، لإحكام السياسة النقدية المستقلة للبنك المركزي.

ومثال آخر على نشاط السياسة النقدية يتمثل في تخفيض "العجز" أيضاً عبر عدد من الخطوات المختلفة، وذلك خلال النصف الأول من عام 2001 على نحو ما يبين الشكل (16). فلقد استهدف هذا التخفيض تيسير الظروف النقدية في وقت كان فيه الاقتصاد المكسيكي ينحدر نحو كساد اقترن ببطء أصاب الاقتصاد الأمريكي. ونحن في هذه الحالة نطالع صدمة تقاسمتها المكسيك مع الولايات المتحدة الأمريكية بيد أن أثرها يبدو أسبق زمنياً وأشد قوةً في المكسيك عنه في الولايات المتحدة الأمريكية. ولقد كان القصد من تخفيف قبضة السياسة النقدية أن يكون عنصراً إضافياً إلى جانب تخفيض أسعار الفائدة "المستوردة" الناتج عن فعل الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي. وخلاصة القول فإن أسعار الفائدة قصيرة الأجل في المكسيك قد انخفضت بنسبة 11.6% نقطة خلال الفترة من كانون الثاني / يناير إلى كانون الأول/ ديسمبر 2001. ومرة أخرى نقول أنه من الصعب تفسير هذا التخفيض بمجرد النظر في التغيير في معدلات الفائدة الخارجية والفارق حسب مؤشر EMBI، حيث يوجد بين هذين العاملين انخفاض لا يتجاوز 410 نقطة أساس. ويمكن تفسير 3% أيضاً من الانخفاض في توقعات التضخم على مدى الاثنى عشر شهراً القادمة. أما بقية الانخفاض في أسعار الفائدة فيمكن عزوه على الأقل جزئياً إلى سياسة نقدية معاكسة لاتجاه الدورة.

ومثال أخير على التدخل في السياسة وهو ارتفاع "العجز" خلال شهر شباط/ فبراير 2002، وبعد ذلك أحكم البنك المركزي الشروط النقدية لكي تعادل الآثار المحتملة على توقعات التضخم من الزيادة في الأسعار التي تحدد رسمياً، لا سيما أسعار الطاقة.

ومجمل القول، بتطبيق سعر صرف معوم تحررت السياسة النقدية لكي تستجيب لمختلف الصدمات. وفي بعض الأحيان يكون الهدف من السياسة النقدية، كما هي الحال مع الأزمة الروسية، هو مجابهة الصدمات ذات الحساسية الخاصة الناشئة عن قوى خارجية تهدد نسبة التضخم المستهدفة. وفي أحيان أخرى تسعى السياسة النقدية، كما هي الحال في الإجراء المعاكس لاتجاه الدورة الذي اتخذ في عام 2001، إلى تدعيم أثر إجراءات السياسة النقدية "المستوردة" من الولايات المتحدة الأمريكية. وأخيراً فإن السياسة النقدية تستطيع مجابهة

الصدمات الداخلية مثل الارتفاع في الأسعار التي تحدد رسمياً كما حدث في أوائل عام 2002 . وجل هذه الإجراءات حققت الأثر المستهدف على معدلات الفائدة في السوق.

**سادساً: ملاحظات ختامية**

تعرضنا في هذه الورقة لقائمة مراجعة للتكاليف والمزايا المفترض تحققها بالنسبة للدول التي قررت الاحتفاظ بنظام سعر صرف أجنبي مرن. فلقد نظرنا أولاً إلى ما كان من المتعين على المكسيك أن تتخلى عنه لعدم تطبيقها نظام سعر صرف ثابت ووجدنا أن المكسيك لم يفتها الكثير في واقع الأمر، حيث انتعشت التجارة والاستثمار الأجنبيين نتيجة لاتفاقية النافتا دون أن يصادف ذلك أي عقبات كبيرة من حيث تقلبات أسعار الصرف. ومن نفس المنطلق تم استخدام نسب التضخم المستهدفة بفاعلية بهدف تثبيت توقعات التضخم حتى وإن كان هناك بعض المصاعب خلال السنوات الأولى من تطبيق نظام سعر الصرف المعوم. وفي النهاية نفذت عمليات لمكافحة التضخم بشكل منتظم خلال الفترة الذي طبق فيها نظام سعر الصرف المعوم، وكان من الممكن تحقيق مستويات أدنى من التضخم دون إحداث تراكم لحالات عدم التوازن ودون زيادة لتعرض ميزان مدفوعات للأخطار.

وبالنظر إلى تقلب سعر الصرف يبدو أن هذا التقلب كان معتدلاً نسبياً بعد عام 1995، ولكن هذا التقلب لم يكن بالأمر غير المألوف. وقد أضعف هذا التقلب على ما يبدو من تدفق الاستثمارات الأجنبية قصيرة الأجل القائمة على المضاربة، إلا أن وجود أدوات وقاية ربما تكون قد ساعدت في منع التقلب من أن يخلف آثاراً سلبية ملحوظة على النشاط الحقيقي. وربما يكون أثر تقلب سعر الصرف على الأسعار المحلية قد تغير في السنوات الأخيرة، ولكنه من الصعب التوصل إلى نتيجة يرتكن إليها نظراً لندرة البيانات المتاحة. وأخيراً، وهذا هو الأمر الأكثر أهمية، فإن نظام سعر الصرف المرن قد مكن البنك المركزي من أن يطبق سياسةً نقديةً مستقلة، الأمر الذي جعله في واقع الأمر يستفيد من ذلك في التعامل مع مختلف الصدمات ذات الأصل الداخلي منها والخارجي على حدٍ سواء خلال السنوات الماضية.
يمكن النظر إلى التجربة المكسيكية في إطار ما كان ينظر إليه حتى وقت قريب كحكمة تقليدية فيما يتعلق باختيار نظام الصرف الأجنبي المناسب لاقتصاد الأسواق الناشئة. ويذهب هذا

الرأي إلى أن النظم الوسيطة يغلب الاحتمال على عدم صمودها لوقت طويل، وأنه من الأفضل للدول أن تنتهج واحداً من الأسلوبين اللذين يقفان على طرفي نقيض، ألا وهما المغالاة في التثبيت والتعويم. إلا أن حالات التثبيت المغالى فيه يمكن أن تتعثر، وذلك على النحو الذي أبرزته بجلاء أزمة الأرجنتين، إلا إذا كان التثبيت جزءاً من نظام اقتصادي كلي داخلي منتظم.

ويدين نظام التعويم الناجح الذي طبقته المكسيك بالكثير إلى مجموعة من السياسات التي تتضمن الإدارة المالية الحكيمة وانفتاح الاقتصاد على التجارة الخارجية والتدفقات الأجنبية وسياسية نقدية متحفظة ترمي إلى تخفيض التضخم، إلا أنها مع ذلك تكون على استعدادٍ لأن تتكيف لكي تجابه صدماتٍ خارجيةٍ أو داخليةٍ معينة. وفي غياب مثل تلك السياسات الداعمة يصعب أن نتخيل تجربة ما مع تطبيق أسعار الصرف المعومة تكون قد حققت مثل ذاك النجاح الذي تحقق في حالة المكسيك.الاتحاد النقدي لمجلس التعاون الخليجي: بعض الاعتبارات بشأن نظام سعر الصرف.

## المراجع:


1. Banco de México. 1995. *Programa de Política Monetaria para el Ejercicio 1 de Enero al 31 de Diciembre de 1996.* Mexico, DF: Banco de México.

2. Bazdresch, S. and A. Werner. 2002. "El Comportamiento del Tipo de cambio en México y el Régimen de Libre flotación: 1996-2001", *Banco de México Working Paper 2002-09*. Mexico, DF: Baco de México.

3. Calderón, C. N. Loayza and L. Servén. 2002. "Greenfield FDI vs. Mergers and Acquisitions: Does the Distinction Matter?", World Bank. mimeo.

4. Calvo, G. and C. Reinhardt. 2002. "Fear of Floating", *Quarterly Journal of Economics,* Vol. 31, No. 2, pp. 409-36.

5. Carstens, A. and A. Werner. 1999. "Mexico's Monetary policy Framework Under a Floating Exchange Rate Regime", *Banco de México Working Paper 9905*. Mexico, DF: Banco de México.

6. Conesa Labastida, A. 1998. "Pass-through del Tipo de Cambio y del Salario: Teoría y Evidencia para la Industria Manufacturera en México" , *Banco de México Working Paper 9803*. Mexico, DF: Baco de México.

7. Cuevas, A. , M. Messmacher, and A. Werner. 2002. "Changes in the Pattern of External Financing in Mexico Since the Signing of the North American Free Trade Agreement", Banco de Mexico. mimeo.

8. Dussel Peters, E., L.M. Galindo Paliza, and E. Loria Díaz. 2002. "Visión Microeconómica de los impactos de la Integración Regional en la Inversión Inter e Intraregionales", Facultad de Economía, UNAM. mimeo.

9. Edwards, S. 2000. "Twenty Five Years of Stabilization Programs in Latin America The Exchange Rate Connection" in *Stabilization and Monetary policy: The International Experience*. Mexico, DF: Baco de México.

10. Frankel, J. 1999. "No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times", *NBER Working Paper 7338.* Cambridge, MA: NRER.

11. Hamann, J. 1999. "Exchange-Rate Based Stabilizations: A Critical look at the Stylized Facts", *IMF Working Paper WP/99/132*. Washington, D.C: IMF.

12. Hausman, R., U. Panizza, and E. Stein. 2000. "Why Do Countries Float the Way they Float?" *Inter-American Development Bank Working Paper 418*. Washington, D.C: IDB.

13. Levy-Yeyati, E. and F. Sturzenegger. 2002. “Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs Words” Universidad Torcuato Di Tella. mimeo.

14. Martinez, L. and A. Werner. 2002. “Capital Markets in Mexico: Recent Developments and Future Challenges” Banco de México. mimeo.

15. Messmacher, M. 2000. “Stabilization policies in Mexico, 1982-2000”, in *Stabilization and Monetary policy: The International Experience.* Mexico, DF: Baco de México.

16. Mundell, R. 1961. “A Theory of Optimal Currency Areas,” *American Economic Review*, Vol. 51 (September), pp. 657-65.

17. Obstfeld, M. and K. Rogoff. 1995. “The Mirage of Fixed Exchange Rates” *Journal of Economic Perspectives,* Vol. 9, No. 4, pp. 73-96.

18. Reinhardt, C. and K. Rogoff. 2002. “The Modern History of Exchange Rate Arrangements”, *NBER Working Paper 8963*. Cambridge, MA: NBER.

19. United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). 2000/2001. *World Investment Report*. Geneva: United Nations.

20. Werner, A. and A. Milo. 1998. “Acumulación de Reservas Internacionales a Través de la Venta de Opciones: el Caso de México”, *Banco de México Working Paper 9801*. Mexico, DF: Baco de México.

## تعقيب

**د. جراهام هاش***

إنه لمن دواعي سروري أن أكون هنا للتعليق على هذه الورقة بشأن تجربة المكسيك. ويتعين تقديم التهنئة لكل من السيدين ألفريدو كويفاس وأليخندرو ورنر على هذه الورقة الشديدة الوضوح والدقة والمحفزة للتفكير. وتناقش الورقة العديد من القضايا المهمة ولكنني أعتقد أنها تثير الاهتمام على نحو خاص في ثلاثة جوانب:

- أولاً، تخبرنا الورقة بجزء من قصة كيف استعاد بلد به سوق ناشئ رئيسي نشاطه وكذلك الاستقرار الاقتصادي الكلي بعد أزمة رئيسة.
- ثانيا، تصف الورقة كيفية تطور نظام المكسيك الجديد لسعر الصرف.
- ثالثاً، تشير الورقة بطبيعة الحال إلى ما يمكن أن تتعلمه بلدان أخرى من هذه التجربة، أي بلدان أخرى ناشئة ونامية، ولأغراضنا نحن، البلدان في هذه المنطقة.

فيما يتعلق بالنقطة الأولى كانت الأزمة المكسيكية في عام 1994-1995 بالطبع تجربة كبيرة، ليس للمكسيك فحسب، ولكن أيضا للنظام الدولي ولصندوق النقد الدولي حيث أنها تسببت في بداية فترة من الإصلاحات الواسعة النطاق. يتضمن بعضها ما أشار إليه المدير التنفيذي لصندوق النقد الدولي في ذلك الحين بأنها *أول أزمة في القرن الحادي والعشرين* بسبب التدفق إلى الخارج السريع والهائل لرأس المال من سوق ناشئ. وقد كانت هذه استعارة جيدة ولكن ثبت أيضا أنها لم تكن آخر أزمات القرن العشرين، إذ جاءت بعدها أزمة آسيا في عام 1997-1998 وبعد ذلك أزمة روسيا وبعد ذلك أزمة البرازيل. ومعظم البلدان التي تعرضت لهذه الأزمات كانت قد ربطت أسعار الصرف الخاصة بعملاتها. وعلى الرغم من أنه لا يمكن أن تعزى هذه الأزمات تماماً أو حتى على نحو رئيسي إلى نظم سعر الصرف هذه،

* نائب مدير إدارة العلاقات الخارجية، صندوق النقد الدولي.

ظهرت بعد ذلك الحكمة التقليدية بأنه إذا أراد بلد أن يتجنب الأزمات، فمن الأفضل إما أن يتبع نظام ربط مرن أو غير مرن له مصداقية (مثلما حدث في الأرجنتين، حسبما كان يقول البعض في ذلك الحين). وبذلك استجد الرأي "الثنائي القطب" الذي أشار إليه البروفيسور بوردو هذا الصباح والتوقعات بوجود " فراغ في المنتصف" حيث تتحرك البلدان صوب أحد الطرفين، والذي يبدو بالفعل إلى حد ما أنه يصبح حقيقياً.

اتبعت المكسيك نظاماً مرناً، وكانت النتيجة سعيدة بوجه عام. وحينما تقرأ هذه الورقة تكاد تسمع تنهدات الارتياح آتية من المكسيك. وفي خلال السنوات الثماني الماضية، أصبحت المكسيك ملاذاً آمناً نسبياً من ضمن الإقتصادات الناشئة الجديدة، وحتى في العام أو العامين الماضيين، حينما تعرضت بلدان أخرى كبيرة في أمريكا اللاتينية إلى بعض الصعاب. وتتسم هذه الورقة بقدر كبير من الأمانة فيما يتعلق بالأدوار المفيدة التي أدتها *النافتا* والازدهار الاقتصادي الذي حدث في الولايات المتحدة في التسعينات. ولكن ينصب تركيز هذه الورقة، وبحق، على السياسات الاقتصادية الكلية وبالأخص على مرونة سعر الصرف مما جعل هذا النجاح ممكنا.

وبذلك اسمحوا لي أن أنتقل إلى النقطة الثانية، أي طبيعة مرونة سعر الصرف في المكسيك. تقول الورقة إن التعويم الحر الذي اتبعته المكسيك كان "جديداً بالفعل" وإن وجهة النظر التي تقول إن المكسيك ليس لديها نظام معوم حر هي فكرة غير صحيحة. بروح من المناقشة القانونية (de jure) مقابل المناقشة الفعلية (de facto)، يمكن أن نتساءل عن الأشياء التي تضمنها النظام: كيف ينبغي لنا أن نصفه وما هي أوجه المقارنة بينه وبين التعويم الحر المنصوص عليه في الكتب. تقدم الورقة أدلة دامغة في الشكل (2) من الورقة على أن تذبذب البيسو المكسيكي مقابل الدولار الأمريكي كان قريبا إلى حد كبير من تذبذب بعض عملات أخرى لبلدان صناعية معروفة عالمياً بأنها تطبق التعويم. بالحقيقة، يمكن أن نقول أنه في السنوات الثلاث الماضية أو ما قرب منها كان تذبذب البيسو يتسم إلى حد كبير بمستويات أقل من مثيلاتها للعملات الأخرى قيد النظر. ولكن قد لا يريد أحداً أن يعطي هذه المراوغة أكثر من حقها، وأود أيضا أن أذكر أن ورقة Calvo and Reinhardt (2002) تؤيد الحجة بأن

سعر صرف البيسو تحرك بنفس قدر حرية تحرك العملات الأخرى المعومة. ولكنني أعتقد أنه يجب أن أركز على الملاحظتين الأخيرتين بقدر أكبر من تركيز الورقة عليهما:

- الملاحظة الأولى هي التحركات في الاحتياطي الواردة في الشكل (3). ويتسم عادة التعويم الحر تماماً بتدخل أو بتغيرات في الاحتياطي لا تؤدي إلا إلى تخفيف التذبذبات القصيرة الأمد. وعادة من شأن التراكم المستمر للاحتياطي أو السحب المستمر منه أن ينظر إليه على أنه تخل عن التعويم الحر. ولكن تحتج الورقة بأنه يتعين علينا أن نراعي حاجة المكسيك لإعادة بناء احتياطها بعد أزمة عام 1995. ولكن يبدو من الشكل (3) أنه قد تم إنجاز ذلك بحلول أواخر عام 1997 أو بداية عام 1998. ومنذ ذلك الحين يبدو أن الاحتياطيات قد ازدادت زيادة إضافية قدرها 50%، إلى مستويات عالية بقدر كبير بالنسبة إلى البلدان الصناعية التي بها نظم تعويم "معترف بها" للعملات، كالمملكة المتحدة وكندا واستراليا على قدر علمي. ولا ترد في الورقة مناقشة لنمو الاحتياطيات منذ عام 1998. وحتى لو كانت السياسة المتبعة في هذه الفترة لا تستهدف تحقيق أي مستوى بعينه من مستويات سعر الصرف – لا أزعم أنها كانت تسعى إلى ذلك، على الرغم أنه من الصعب تخيل عدم وجود بعض القلق حول التأثير الذي قد يتسبب فيه هذا الارتفاع على الحساب الجاري – يبدو من الصعب أن نقول إن ذلك لم يؤثر على سعر الصرف (من خلال تأثيرات كل من رصيد المحفظة والثقة على حد سواء). فبدون بناء هذا الاحتياطي، يبدو أنه كان من المحتمل أن ترتفع قيمة البيسو بقدر أكبر، وقد يقول البعض أن البنك المركزي كان "يتمايل في مهب ريح" الضغط الذي يبذله سعر الصرف. ولا أتساءل بالضرورة عن ملائمة تكديس هذا الاحتياطي– ولكن أود أن أقول إنه قد حدث خلال فترة كان اقتصاد المكسيك قد أصبح فيها أكثر انفتاحا بقدر كبير، وإنه لم يتسبب في تزايد احتياطي المكسيك إلى مستويات عالية بقدر كبير مقارنة بالواردات أو الدين القصر الأجل، ومقارنة باقتصادات ناشئة أخرى– ولكنني أود أن أتساءل إذا كان ذلك يمثل تعويماً حراً بالفعل حسب المفهوم الوارد في الكتب.

- تتعلق الملاحظة الأخرى بالسياسة النقدية وتحركات أسعار الفائدة المشار إليها في الشكل (16). تتسم الورقة بوضوح شديد فيما يتعلق بالإنكماش الشديد في السياسة

النقدية في الفترة 1998–1999 كرد فعل لصدمة خارجية وضعت ضغطاً تراجعياً على البيسو. وتتسم الورقة أيضاً بوضوح فيما يتعلق بأن استهداف التضخم كان إطار تحديد السياسة النقدية في المكسيك في فترة العامين أو الثلاثة الماضية. والآن لا يمكن أن يعني استهداف التضخم اللامبالاة بتغيرات سعر الصرف، نتيجة لأثر الإنتقال إلى التضخم (تقدم الورقة بعض الأدلة الشيقة بأن هذا الأثر قد انخفض، ولكن مثلما ذكر الدكتور الفريدو كويفاس، قد يكون هذا نتيجة لعوامل انتقالية سببها عدم وجود تحركات قوية ومثابرة في البيسو وتوسيع فجوة الناتج، ومن المحتمل أنه لا ينبغي لنا أن نعتمد على عدم وجود هذا الأثر). هذا يعني أن سعر الصرف عامل متغير في وظيفة رد الفعل للبنك المركزي، وبذلك لم تستطع السياسة النقدية تجاهل سعر الصرف، مما يبدو مرة أخرى أنه يتناقض مع التعويم الحر الحقيقي الوارد وصفه في الكتب.

وبسبب هذه الملاحظات، وجدت وصف Reinhardt and Rogoff (2002) للنظام المكسيكي على أنه تعويم مدار مقنعاً إلى حد كبير. ولكن نظراً إلى أن المسميات ليست على قدر كبير من الأهمية، يمكن أيضا أن نفكر في التجربة المكسيكية على أنها تظهر لنا ما يمكن أن يتضمنه نظام سعر صرف مرن ناجح لاقتصاد سوق ناشئ أو لأي اقتصاد آخر، وهو أن هنالك الحاجة إلى اهتمام متواصل بسعر الصرف.

والنقطة الثالثة تتعلق بالدروس لبلدان أخرى. قد يكون الدرس الأهم حول ما يمكن أن تفعله السياسات الجيدة المنظمة لمساعدة بلد على الانتعاش من حالة صعبة جداً. وقد يكون من الممكن أن أشير أيضا إلى أننا هنا لدينا مثال عن برنامج لصندوق النقد الدولي نجح إلى حد كبير. ولكن اسمحوا لي أن أركز على نقطتين أخرتين، تتعلق النقطة الأولى بما لم تفعله المكسيك بعد أزمتها. احتج البعض (على سبيل المثال البروفيسور روديغردورنبوش) أنه ينبغي للمكسيك أن تربط عملتها ربطاً شديداً بالدولار أو حتى تتجه إلى الدولرة، أي أن تتحرك إلى الطرف الآخر من النقيض، نظراً للعلاقات المكسيكية الاقتصادية الوثيقة للغاية والمتنامية مع الولايات المتحدة (تمثل الولايات المتحدة أكثر من 80% من تجارة المكسيك). وفي الواقع، أعتقد أنه من المفيد أن نكرر ما قاله البروفيسور روديغر دورنبوش:

"يتضح جليا أن المكسيك مرشحة لأن يوجد لديها ترتيب مجلس عملة. فتتركز تجارتها على الولايات المتحدة، ولديها تكامل متزايد ناجم عن النافتا ولها تاريخ طويل من عدم الاستقرار النقدي المتكرر الذي يجري اختباره الآن لأول مرة في ظل ديمقراطية مفتوحة تماما. وكل ما سبق أسباب مهمة ولكن هناك المزيد. إن أسعار الفائدة عالية والتنمية المالية غير منطلقة؛ وتنتشر الشكوك بشأن سعر الصرف نظرا لمستواه العالي الحقيقي. وتبدو المزايا كبيرة للغاية."[19]

وقد حدث ذلك قبل عامين فقط. وتبدو الأمور مختلفة الآن. فالمكسيك لم تنشئ مجلس عملة أو تتحول إلى الدولرة. إضافة إلى أسباب سياسية، أود أن أقول إن السبب في ذلك يرجع إلى أن المكسيك قدرت التقارب حق قدره – تخفيض التضخم إلى المستويات السائدة في الولايات المتحدة وما إلى ذلك – قبل إنشاء ربط شديد. وقد يكون سبب إضافي آخر أن بعض المسائل مثل الاختلافات بين المكسيك والولايات المتحدة فيما يتعلق بطابع الصدمات. ومنذ عام 1995 حققت المكسيك تقدما كبيراً فيما يتعلق بالتقارب. ولكن نظرا للنجاح النسبي الذي حققه النظام الحالي، لم يلتفت النظر إلى خياري الدولرة ومجلس العملة. وفي هذا المنعطف كان خيار عدم اللجوء إلى الدولرة أو أي نظام ربط شديد آخر خيارا جيدا.

ولكن الدرس الثاني هو أنه من المهم أن نفهم أن النظام المرن قد ناسب المكسيك. ويرجع ذلك جزئيا إلى تكاملها في الأسواق المالية الدولية ولكن أيضا إلى أنها استطاعت إنجاح نظامها المرن لأن بها اقتصاد نام متقدم نسبياً، يتمتع بسوق مالية وسوق نقد أجنبي متطورة إلى حد كبير تسمح بالمرونة من دون تذبذبات مفرطة. وبالنسبة للعديد من البلدان النامية الأخرى المتكاملة بقدر أقل في الأسواق المالية العالمية ولديها أسواق أقل نمواً، قد يكون ربط العملات هو الخيار المفضل.

---

[19] أنظر Dornbusch (2000).

## المراجع:


1. Calvo, G. and C. Reinhardt. 2002. "Fear of Floating", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 31, No. 2, pp. 409-36.

2. Dornbusch, R. 2002. "Fewer Monies, Better Monies," mimeo.

3. Reinhardt, C. and K. Rogoff. 2002. "The Modern History of Exchange Rate Arrangements', *NBER Working Paper 8963*. Cambridge. MA: NBER.

# الفصل الخامس

# سياسة سعر الصرف في مصر

**د. محمود محي الدين وأحمد كجوك***

## مقدمة

اتسمت الدراسات التي عالجت موضوع تطور سياسات سعر الصرف وأثره على الأداء الاقتصادي وأهداف السياسة بالتشتت والندرة. وتهدف هذه الورقة إلى تحديث ومعالجة موضوع سياسات سعر الصرف في مصر استناداً إلى بعض الدراسات التطبيقية الحديثة في هذا المجال، وذلك في محاولة لتقديم صورة أكثر واقعية وحداثة لصانعي السياسة. ولتحقيق هذا الهدف، اتبعت الورقة منهجاً يستند إلى النظرية والمحددات الديناميكية لأغراض تقدير وصحة سياسات سعر الصرف وأخيراً تحليل هذه السياسات.

يعد التقدير الدقيق لسعر الصرف التوازنى بمثابة حجر الزاوية لأي دولة تتبنى إدارة سياسية اقتصادية كلية ذات توجه خارجي. وبالنظر إلى المناقشات النظرية والنتائج التطبيقية يتضح أن التقلبات الزائدة في معدلات سعر الصرف الحقيقية وعدم توافق القيمة الإسمية لسعر الصرف الرسمي مع مستواها التوازنى سيؤدى إلى حدوث تكاليف كبيرة في مستوى الرفاه الاجتماعي. وعلى العكس من ذلك، فقد نجحت الدول التي تجنبت عدم توافق القيمة الإسمية لسعر الصرف الرسمي مع القيمة التوازنية له عن طريق الإبقاء على معدلات مقبولة من سعر الصرف الحقيقي في اجتذاب معدلات كبيرة من التدفقات الرأسمالية الدولية وكذلك تعزيز درجة التنافسية لقطاع السلع الداخلة في التجارة. وبناءً على ذلك، فقد تمتعت هذه

* محي الدين، بروفيسور اقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، والبنك المركزي المصري، كجوك، اقتصادي، وزارة التجارة الخارجية، مصر.

الدول بفترات استقرار اقتصادي على المستوى الكلى ومعدلات نمو عالية بالإضافة إلى تحسن مستوى المعيشة به.

وبالرغم من المعالجة الشاملة من قبل الباحثين في الدول الصناعية لموضوعات تحديد وتقدير القيمة التوازنية لسعر الصرف الحقيقي[1](Equilibrium Real Exchange Rate ERER)، إلا أن بعض النقاط ظلت غير واضحة فيما يتعلق بمعظم المناقشات التى دارت على المستوى غير الرسمى في الدول النامية. وبالرغم من تطبيق مصر لبرنامج الإصلاح الاقتصادي في مطلع التسعينات مما جعلها أكثر تحرراً وانفتاحاً، إلا أنه لم توجد محاولة من قبل صانعي السياسة لتقدير أو إنشاء رقم قياسي للقيمة التوازنية لمعدل سعر الصرف الحقيقي والذي يقوم بدوره بقياس و تحديد عدم التوازن في سوق الصرف الأجنبية. وكذلك فقد أغفل الباحثون والمؤسسات الدولية بدورهم هذا الموضوع.

ومن هنا، تبدأ هذه الورقة بمناقشة أهم المفاهيم التي سيتم استخدامها مع تقديم ملخص مختصر لأدبيات تقدير القيمة التوازنية لمعدلات سعر الصرف الحقيقية. يلي ذلك عرض موجز لتاريخ السياسة الاقتصادية الكلية وتطورات سعر الصرف والسياسات المرتبطة به ثم بعد ذلك، سيتم تطوير وتوظيف نموذج Edwards (1989) لاختبار وتقدير كل من نموذجي انحدار تصحيح الخطأ في الأجل القصير (Short Run Error Correction Regression) وتوصيفات تناظر التكامل في الأجل الطويل (Cointegration Specifications) للقيمة التوازنية لسعر الصرف الحقيقي في مصر. ثم ستقوم الورقة باستخدام المعاملات المقدرة من انحدار تناظر التكامل لتوليد سلسلة مقدرة من معدلات سعر الصرف الحقيقي في الأجل الطويل وكذلك سوف تقوم الورقة بإنشاء رقم قياسي لعدم التوازن. وأخيراً تنتهي الورقة باستعراض الملاحظات الاستنتاجية.

---

[1] عند استخدام الباحثين لمصطلحات مثل سعر الصرف الحقيقي التوازنى (Equilibrium Real Exchange Rate ERER)، سعر الصرف التوازنى الأساسى (Fundamental Equilibrium Exchange Rate FEER) أو سعر الصرف التوازنى المرغوب (Desirable Equilibrium Exchange Rate DEER) فإنهم دائما ما يشيرون إلى نفس المعنى مع تغيير طفيف في الافتراضات والمناهج المتبناة. ومع ذلك لم توجد محاولة من قبل الباحثين للقيام بتوحيد قياسي للمفاهيم.

### ثانياً: تعريف و قياس سعر الصرف الحقيقي[2]

يعد تعريف سعر الصرف الحقيقي (Real Exchange Rate RER) بأنه نسبة الأسعار النسبية المحلية للسلع الداخلة في التجارة إلى أسعار السلع غير الداخلة في التجارة[3] $\{RER=(P_t/P_n)\}$ الأكثر شيوعا من حيث القبول والاستخدام. ووفقاً لـ(1988) Edwards فإن هناك دافعاً مزدوجاً وراء استخدام هذا التعريف، أولاً، انه يقدم مؤشراً لقياس درجة تنافسية الدولة في الأسواق الدولية، ومن هنا، بافتراض ثبات الأسعار الدولية، سوف يعكس ارتفاع (انخفاض) قيمة سعر الصرف أو تخفيض قيمة سعر الصرف الحقيقي Depreciation (ارتفاع قيمة سعر الصرف الحقيقي Appreciation) انخفاض (ارتفاع) في الكلفة المحلية لإنتاج السلع الداخلة في التجارة، ومن ثم، تحسن (تدهور) في القدرة التنافسية الدولية. ثانياً، يقدم هذا التعريف مؤشراً داخلياً يقيس تغير الحوافز بين القطاعات المختلفة للدولة، ومن ثم، فإن ارتفاع سعر الصرف الحقيقي يعد مؤشراً للارتفاع النسبى لأسعار السلع الداخلة في التجارة، وبالتالي يصبح هذا القطاع أكثر ربحية عن غيره من القطاعات مما يعد حافزاً للمستثمرين لزيادة حجم استثماراتهم في هذا القطاع، وبالتالي فإنه على المستوى الكلى سوف يحدث تحول للموارد من قطاع السلع غير الداخلة في التجارة إلى قطاع السلع الداخلة في التجارة.

وقد فطن (1989) Edwards إلى مشكلة رئيسة في هذا التعريف؛ وهى إهمال مسألة الضرائب في التجارة الدولية، وقد حاول الباحثون التغلب على هذه المشكلة بإعادة تعريف سعر الصرف الحقيقي على أنه$\{E\ P_t^* / P_n\}$ حيث E هي القيمة الاسمية لسعر الصرف الرسمي الثنائي (Nominal Bilateral Exchange Rate) الذي يعبر عن عدد الوحدات من العملة الوطنية التي تدفع ثمناً لوحدة واحدة من العملة الأجنبية، $P_t^*$ هو السعر الخارجي للسلع الداخلة في التجارة، و$P_n$ هو السعر المحلى للسلع غير الداخلة في التجارة. ونظراً

---

2 لمزيد من التفاصيل حول أدبيات قياس سعر الصرف الحقيقي انظر إلى (1989) Edwards.

3 وفقاً لأراء (1994) Williamson فإن المدرسة الأسترالية هي أول المدارس التي أشارت إلى هذه الأهمية الكبيرة لمقياس السعر النسبي، بينما تسميتها سعر الصرف الحقيقي حدثت في شيكاغو.

للصعوبة التطبيقية لحساب هذه الأسعار، وتبعاً للعديد من الدراسات الحديثة[4]، فإن تعريف سعر الصرف الحقيقي وفقاً للمعادلة التالية: $\{RER= WPITP/CPI_d\}$ يعد أكثر التعريفات ملائمة وعملية لحساب سعر الصرف، حيث يمثل WPITP الرقم القياسي لأسعار الجملة للشركاء التجاريين للدولة، و $CPI_d$ يمثل الرقم القياسي المحلى لأسعار المستهلكين (Domac and Shabsigh 1999). و يتم تطبيق هذا التعريف بافتراض دولة صغيرة الحجم، ومن ثم فهو يفترض أن الأسعار الدولية تحدد خارج النموذج.

و قد كتب Robinson (1947): " إن سعر الصرف التوازنى ما هو إلا فكرة خيالية، حيث لا يمكن تحديد أياً من سعر الصرف، سعر الفائدة، مستوى الطلب الفعال أو مستوى الأجور الاسمية بمنأى عن الآخر، حيث يتفاعل كل من هذه المتغيرات ويؤثر على الآخر". ونتيجة لهذه الطبيعة التحايلية لسعر الصرف التوازنى فقد صممت العديد من المناهج بهدف تقديم قاعدة علمية دقيقة لتقدير هذا المفهوم غير المشاهد. و بالرغم من وجود بعض العيوب في هذه المناهج البحثية، إلا أن المناهج الحديثة و خاصة منهج إدواردز، الذي يعد نواة لهذه المناهج، قد اكتسبت قبولاً واسعاً وذلك بالإشارة لملاءمتها لحالة الدول النامية.

ووفقاً لـ Edwards (1989) فإن سعر الصرف التوازنى هو نسبة سعر السلع الداخلة في التجارة إلى سعر السلع غير الداخلة في التجارة، بحيث أنه في حالة وجود قيم توازنية مثلى في المدى الطويل لبعض المتغيرات مثل الأسعار الدولية، الضرائب، السياسة التجارية، تدفقات رؤوس الأموال، أو التكنولوجيا فإن ذلك سوف يؤدى إلى حدوث توازن داخلي وخارجي في نفس الوقت. و يتطلب التوازن الداخلي توازن كل من السوق السلعية و سوق العمل في الأجلين القصير و الطويل، والذي يفترض تواجده مع تحقيق معدل البطالة غير المؤدي إلى تسارع التضخم (Nonaccelerating Inflation Rate of Unemployment NAIRU)؛ بينما يتطلب التوازن الخارجي توافق القيمة المخصومة (DiscountedValue) للحساب الجاري الحالي والمستقبلي مع تدفقات رؤوس الأموال المتوقعة في الأجل الطويل والقابلة للاستمرار.

---

[4] أنظر على سبيل المثال Cottani et al (1990) and Ballaso (1990).

ويصاحب هذا التعريف منهج جديد لنمذجة سعر الصرف التوازنى والذي يتعرض ،خلافاً للنظرة التقليدية، لأوجه النقد التالية:

1. أن القيمة التوازنية لسعر الصرف ليست رقماً ثابتاً و لكنها دالة في متغيرات أخرى حقيقة " الأساسيات" و من ثم ، فسوف يتأثر المسار التوازنى لسعر الصرف بكل من القيم الحالية و القيم المتوقعة للمتغيرات الأساسية القابلة للتغير إزاء كل من الصدمات الخارجية أو الناجمة عن اتباع سياسات معينة.

2. من الضروري تفسير التوازن في ظل كل من التوازن الداخلي و الخارجي مع الوضع في الاعتبار أن هذا الأخير يتضمن الحساب الجاري و حساب رأس المال .

3. أخيراً، وكما ذكر Williamson (1994) فإنه يجب التخلي عن قانون تعادل القوة الشرائية (Purchasing Power Parity PPP) كأساس لحساب سعر الصرف التوازنى حيث أنه مفهوم خاطئ، و ذلك لتقديمه معلومات مضللة.

و من ناحية أخرى فإن المنهج التقليدي لحساب سعر الصرف التوازنى يتبع قانون تعادل القوة الشرائية والذي يفترض أن سعر الصرف التوازنى رقم ثابت يتم تحديده باختيار سنة أساس معينة تتمتع فيها الدولة بتوازن خارجي يتضمن عادة توازن أو قيمة موجبة للحساب الجاري، أو ينطوي في الغالب على فائض في ميزان المدفوعات.[5] وبناءً على ذلك فإن قيمة سعر الصرف الحقيقي في هذه السنة هي سعر الصرف الحقيقي التوازنى لهذه الدولة. وأي ارتفاع (Appreciation) عن هذه القيمة يعد تقديراً للعملة بأعلى من قيمتها الحقيقية (Overvaluation) والذي سيستمر إلى أن يعدل سعر الصرف و يعود لقيمته الأصلية .
ويشير مفهوم عدم توازن سعر الصرف الحقيقي (Real Exchange Rate Misalignment RERMIS).[6] إلى عدم توافق كبير ومستمر للقيمة الفعلية لسعر الصرف

---

[5] لمزيد من التحليل التفصيلي لمنهج تعادل القوة الشرائية انظر Dornbusch (1982).

[6] لمزيد من التفاصيل عن دور عدم توازن سعر الصرف الحقيقي انظر Dornbusch (1988) and Williamson (1988).

الحقيقي عن قيمته التوازنية في الأجل الطويل (Long Run Equilibrium Real Exchange Rate ERER). وفي هذه الحالة فإن ارتفاع (انخفاض) قيمة سعر الصرف عن قيمته التوازنية سوف يصنف على أساس أنه مقدر بأعلى من قيمته ( مقدر بأقل من قيمته). و لكن يلاحظ أنه دائماً ما اقترن عدم توازن سعر الصرف بسعر صرف مقدراً بأعلى من قيمته الحقيقة بدلاً من سعر صرف مقدر بأقل من قيمته الحقيقة ، حيث أن هذا الأخير تصاحبه من الناحية النظرية قطاعات تجارية قوية و فائض تجارى ضخم، ومن ثم، لا يمثل خطراً حقيقياً على البلاد،على الأقل في المدى القصير.

و تدعم النظريات الحديثة و الدراسات التطبيقية على الدول النامية الأثر العكسي لعدم توازن سعر الصرف الحقيقي على الأداء الاقتصادي للدولة. وعلى العكس من ذلك، يتضح أن الدول التي تبنت سياسات دائمة و ملائمة لسعر الصرف من شأنها الإبقاء على توازن الرقم القياسي لسعر الصرف الحقيقي مع قيمته التوازنية كانت أكثر قدرة على جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، بالإضافة إلى تحقيق معدلات أعلى للنمو الاقتصادي (Keller et al 2000). ويأخذ عدم التوازن في الاقتصاد الكلى و ضعف الأداء الاقتصادي مكانه عبر قنوات عديدة. فعلى سبيل المثال يعكس سعر الصرف المقوم بأعلى من قيمته الحقيقية ارتفاع معدلات التضخم المحلية، ومن ثم، ارتفاع الأسعار النسبية للصادرات مما يؤدى إلى تقليل القدرة التنافسية للدولة. وبالتالي فإن ذلك قد يؤدي إلى تدهور الموقف الخارجي واستنزاف احتياطات النقد الأجنبي و/أو خطر التعرض لأزمة ميزان المدفوعات في النهاية.

أيضاً، فإن ارتفاع معدل التضخم نتيجة لتقييم سعر الصرف بأعلى من قيمته الحقيقية يحدث تشوهات للأسعار بين القطاعات المختلفة داخل الاقتصاد الوطني،وبين القطاعات المحلية والدولية. ومن ثم، تتحول الاستثمارات عن القطاعات الداخلة في التجارة، الأكثر إنتاجية في المعتاد، وبالتالي انخفاض في مستوى الرفاه الاجتماعي. والأكثر من ذلك فإن تقييم سعر الصرف الحقيقي بأعلى من قيمته قد يعد عاملاً محفزاً للمضاربة وتكوين ضغط إضافي على العملة الوطنية بالإضافة إلى إمكانية التعرض لهروب كميات كبيرة من رؤوس الأموال و/أو الانهيار الاقتصادي، وفي الحالتين فإن الاقتصاد سوف يتحمل تكلفة مرتفعة حتى يتمكن من كفالة النظام المالي ( Domac and Shabsigh 1999).

ويعتقد كذلك أن تقييم سعر الصرف بأعلى من قيمته الحقيقية سوف يؤدى إلى حدوث زيادة في معدلات البطالة في القطاعات الداخلة في التجارة وخاصة في ظل عدم التعبئة الأمثل وجمود عناصر الإنتاج، كما هو الحال في معظم الدول النامية. ومن ثم، يؤدى ارتفاع معدلات البطالة في القطاعات الداخلة في التجارة إلى انخفاض كل من الدخل الكلى وحجم الطلب، وبالتالي، انخفاض الطلب على السلع غير الداخلة في التجارة، مما يؤدى بدوره إلى ارتفاع معدلات البطالة في الاقتصاد ككل.

وأخيراً فإن الأزمة المالية الأخيرة التي سادت في الثمانينات والتسعينات قد أوضحت أن الإجراءات المطولة لسعر الصرف الثابت المصحوبة بعدم توازن كبير أي سعر صرف مقوم بأعلى من قيمته الحقيقة قد أفضت إلى وجود أزمة حادة متزامنة مصحوبة بآثار عكسية فيما يتعلق بمصداقية السياسات الكلية للدولة.

**ثالثاً: عرض للسياسات الاقتصادية و سياسات سعر الصرف الأجنبي في مصر**

شهد الاقتصاد المصري أربع مراحل رئيسة بدءاً من مرحلة التأميم والتدخل الكبير للدولة في الستينات، مروراً بالانفتاح و إتباع سياسة الباب المفتوح خلال فترة السبعينات، ثم محاولات الإصلاح الاقتصادي كرد فعل للصدمات الخارجية خلال فتر الثمانينات، إلى أن بدأ فترة الإصلاح الاقتصادي الشامل وبرنامج الإصلاح الاقتصادي والتثبيت الهيكلي في بداية التسعينات.

### 1. مرحلة تدخل الدولة

كان القطاع الخاص مسيطراً على الاقتصاد المصري حتى ثورة يوليو عام 1952، حيث كان مسئولاً عن 87% من القيمة المضافة في الاقتصاد، و يعمل به 95% من إجمالي العمالة الوطنية. بينما اقتصرت أنشطة القطاع العام على تقديم الخدمات العامة مثل الكهرباء، المياه، خطوط السكك الحديدية والإدارة المدنية.[7] و لم تظهر أي تغيرات رئيسة في السياسة الاقتصادية خلال الخمس سنوات الأولى التالية للثورة، حيث ظلت السيادة للقطاع الخاص.[8] و لكن مع أزمة قناة السويس بدأت سلسلة من التدخلات الحكومية عام 1956.

وفي عام 1961 اتبعت الدولة سياسة التأميم، التي تبنت استراتيجية النمو الداخلي تحت قيادة القطاع العام.[9] و بحلول عام 1963 امتدت ملكية القطاع العام لتشمل كافة المؤسسات المالية، وسائل المواصلات و الصناعات المؤثرة. أيضاً خضعت التجارة الخارجية و جزء كبير من التجارة الداخلية لسيطرة الدولة، وبالرغم من عدم وجود ملكية كاملة للدولة لقطاعي الزراعة والعقارات إلا أنه يلاحظ خضوعهما لسيطرة الدولة عن طريق كثرة اللوائح المنظمة لهما. وقد أدى قيام الحرب عام 1967 إلى فقدان رسوم قناة السويس وعوائد حقول البترول والمناجم بسيناء. ومن ناحية أخرى فقد كانت هناك حاجة ملحة لتعبئة الموارد لإعادة بناء الجيش مما أدى إلى وصول متوسط حجم الإنفاق العسكري في مصر خلال الفترة من 1967 إلى 1973 إلى 25% من حجم الناتج المحلى الإجمالي، ومن ثم التضحية بالاستثمار والنمو. و بالتالي وجدت الحكومة أنه من الضروري إرخاء بعض القيود التي فرضت على الاقتصاد، والعمل على تشجيع الاستثمارات الأجنبية، ولذلك شرعت الحكومة عام 1968 في خفض

---

7 انظر World Bank (1987).

8 وقد كان الفرق الجوهرى الوحيد في السياسة الاقتصادية قبل عام 1957 يتمثل في المرحلة الأولى من " الإصلاح الزراعي " عام 1952 و الذي كان مدعم سياسياً للحد من قوة المؤيدين للنظام القديم ، و قد لاقى هذا النظام دعماً كبيراً من قبل مستلمي الأراضي الموزعة.

9 لتحليل الاقتصاد المصري خلال فترة الستينات انظر Mabro (1974)، El-Kammash (1968)، and Hansen and Marzouk (1965).

القيود على سعر الصرف، ومنحت الامتيازات الضريبية في عام 1971 كضمان للمستثمر الأجنبي من خطر مصادرة الأملاك ووضعها تحت الحراسة.[10]

ورغم عدم فاعلية هذه المحاولات من حيث التحرير المالي والتوجه الخارجي، إلا أنها مثلت بداية التغير في السياسة الاقتصادية. فهذه المقاييس أدت إلى خطوة تنموية كبيرة؛ وهى تبنى سياسة الانفتاح عام 1974 وذلك رداً على المشاكل الاقتصادية الداخلية المتعلقة بتدخل الدولة والتغيرات الكبيرة في المناخ الاقتصادي والسياسي الدولي. وقد عانى الاقتصاد في بداية السبعينات من علل شديدة تتضمن انخفاض إنتاجية القطاع الصناعي الذي كانت تسيطر عليه شركات القطاع العام، انخفاض معدل النمو في القطاع الزراعي، عجز موازنة كبير واستمرار عدم التوازن في الميزان التجاري.

**2. سياسة " الباب المفتوح"**

تعد العوائد الدولارية من البترول العربي، التكنولوجيا العربية، والعمالة المصرية الزائدة من الدعامات الأساسية للانفتاح الاقتصادي. فبينما كان الهدف المعلن هو زيادة حجم الصادرات، إلا أن استراتيجية الإحلال محل الواردات ظلت بدون تغيرات جوهرية. وقد سعت الحكومة بشدة لجذب رؤوس الأموال الأجنبية، فقد منحت المستثمر الأجنبي إعفاءً ضريبياً لمدة خمس إلى عشر سنوات، وحصانة ضد المصادرة مع عدم وجود أي قيود على تحويل الأرباح.[11] وكذلك فقد امتد معظم الامتيازات الضريبية التي تم منحها للمستثمرين الأجانب، تحت ضغط شديد، لتشمل الشركات المحلية عام 1981.[12]

---

[10] تم تغطية جميع هذه المقاييس في قانون 65 لعام 1971.

[11] وذلك وفقاً لقانون 43 لعام 1974 و قانون 32 لعام 1977.

[12] انظر Handoussa and Shafik (1993) .

ولكن يلاحظ أن هذه المقاييس لم تحقق سوى تحريراً جزئياً للقطاع الخارجي المصري[13]، تاركة القطاع الداخلي عاجزا تحت نظام من الإجراءات الصارمة بسيادة القطاع العام. و رغم وصول معدل النمو الحقيقي للناتج القومي الإجمالي خلال السنوات الأولى من الانفتاح إلى نسبة 8.6 % في المتوسط، مما يعد ارتفاعاً ملحوظاً وفقاً للمعايير الدولية، إلا أن معظم هذا النمو كان في القطاع الخارجي أو في أنشطة مرتبطة به مثل عوائد النفط، رسوم قناة السويس، السياحة و تحويلات العاملين بالخارج. بينما في نفس الفترة، وصل معدل النمو الحقيقي في قطاع الزراعة إلى 1.9%.

استمر الاقتصاد المصري في النمو بمتوسط 8.5% حتى منتصف الثمانينات مدفوعاً بسياسة الانفتاح، والبيئة الخارجية المشجعة. إلا أن سياسة الانفتاح قد فشلت في تحقيق نمو مستمر أو في توليد فرص عمالة كافية لقوة العمل الآخذة في الارتفاع. فبالرغم من أن كل من قطاعي النفط وقناة السويس يشكلان معاً 16.5 % من الناتج المحلى الإجمالي إلا أن نسبة قوة العمل بهما تصل إلى أقل من 1%. وعلى الرغم من استمرار سيطرة شركات القطاع العام على الأنشطة الإنتاجية غير الزراعية، حتى بعد مرور اثنتي عشر عاماً من اتباع سياسة الانفتاح، إلا أنه من ناحية أخرى كان تأثير القطاع الخاص في سوق العمل مرتفع نسبياً حيث امتص 59% من قوة العمل.[14]

---

[13] وقد تم الوصول إلى ذلك عن طريق القانون 118 لعام 1975، والذي سمح للقطاع الخاص باستيراد السلع، باستثناء بعض السلع التي تصنف على أساس أنها سلع استراتيجية والتي تضم واردات السلع الأساسية، مثل القمح. والجدير بالذكر أن هذا القانون يشجع ضمنياً على استخدام السوق السوداء للصرف الأجنبي عن طريق ما يسمى " بالاستيراد باستخدام نظام الصرف الخاص"، والذي يكون وفقاً له نظام الصرف الأجنبي غير مسئول عن إمداد المستوردين باحتياجهم من النقد الأجنبي.

[14] لاحظ أن تأثير العمالة، وكذلك، اسهام القطاع العام في الناتج المحلى الإجمالي كان محدوداً نسبياً مقارنة بالموارد التي تم استثمارها بسبب ارتفاع نسبتى رأس المال – للعمل و رأس المال – للناتج في القطاع العام عنه في القطاع الخاص. انظر World Bank (1987).

### 3. محاولات الإصلاح في الثمانينات

لم يكن الاقتصاد المصري مجهزاً لامتصاص الصدمات الخارجية في عام 1986، الناجمة عن نقص مفاجئ في العوائد خاصة بعد الانخفاض الحاد في أسعار النفط. فقد بدأ الاقتصاد يواجه صعوبات خطيرة في عام 1986 حيث انخفض معدل نمو الناتج المحلى الإجمالي إلى أن وصل لنسبة 2.7%، ووصل عجز الموازنة إلى 23% من الناتج المحلى الإجمالي، وباستثناء إهلاك الدين فقد زاد العجز في الميزان الجاري عن10% من الناتج المحلى الإجمالي، وتراكم الدين الخارجي حتى وصل إلى 119% من الناتج المحلى الإجمالي، ووصلت نسبة خدمة الدين من الإجمالي الصادرات إلى أكثر من 40%، وارتفع التضخم ليصل إلى 25% عام 1987 من متوسط 17% خلال الخمس سنوات السابقة لهذا العام.[15]

ومن ثم، فمع نهاية الثمانينات عانى الاقتصاد المصري من الضعف الهيكلي في أوجه عديدة تشمل: انتشار تشوهات الأسعار بسبب توسع التحكم في الأسعار والدعم، سعر فائدة حقيقي سالب، ضعف هيكل الميزانية المتسم بقاعدة غير مرنة ومحدودة للعائد، معاناة ميزان المدفوعات، محدوديه قاعدة الصادرات غير النفطية، عدم التوازن بين إجمالي متحصلات الصادرات ومدفوعات الواردات، اعتماد كبير على تحويلات العاملين بالخارج، ارتفاع أعباء خدمة الدين، وجود نظام معقد لسعر الصرف ونظام تجارى غير كفء.[16]

بدأت الحكومة عام 1987 في برنامج للإصلاح الكلى بالتعاون مع صندوق النقد الدولي والبنك الدولي يهدف إلى التقليل من عدم التوازن الداخلي والخارجي. نتيجة لذلك، كان هناك بعض التحسن في نظام تعدد معدلات الصرف، حيث انخفض عدد معدلات الصرف من على الأقل خمس معدلات مختلفة إلى ثلاثة معدلات، وقد تم تخفيض قيمة الجنيه المصري تدريجياً

---

[15] انظر World Bank.

[16] انظر IMF (1988).

بنسبة 25% في قيمته الاسمية بالإضافة إلى إنشاء سوق صرف حرة. والأكثر من ذلك فقد تم تخفيض القيود الكمية على الواردات، مع مزيد من التحرير للصادرات.[17]

وقد تم تقليل عجز الميزانية عن طريق تخفيض كبير لإعانات المستهلكين، ومن ثم اقتراب أسعار السلع والخدمات من تكلفة الإنتاج وارتفاع أسعار الطاقة لمستوى قريب من المستويات الدولية. وكذلك اتخذت بعض الإجراءات للتقليل من تدخل الدولة في تسعير السلع الزراعية[18] مع البدء في برنامج لإصلاح شركات القطاع العام و تشجيع القطاع الخاص.

وعلى الرغم من ذلك، اتسمت درجة تقدم الإصلاح في ظل هذا البرنامج بالبطء، حيث واجهت الحكومة صعوبات في تطبيق بعض الإجراءات الخاصة المتضمنة في البرنامج. ومن ثم فقد تم إنهاء برنامج الإصلاح الذي بدأ عام 1987 بعد أشهر قليلة من تطبيقه، وذلك عند رفض صندوق النقد الدولي السماح بسحوبات إضافية على اتفاقية المساندة (Stand-by Agreement) بعد المدفوعات الأولية في مايو 1987.[19]

### 4. برنامج الإصلاح الاقتصادي والتثبيت الهيكلي في التسعينات

أدت حرب الخليج وأحداثها اللاحقة في شكل خسائر تحويلات العاملين، انخفاض الدخل السياحي، بالإضافة إلى انخفاض رسوم قناة السويس وسوء المناخ الاستثماري إلى خسارة اقتصادية مباشرة لمصر قدرت بما يزيد عن 2.5 بليون دولار أمريكي. ولكن استقبلت مصر مساعدات مالية كبيرة من دول الخليج وكذلك الولايات المتحدة الأمريكية والدول المدينة

---

[17] أنظر World Bank (1990) and Dailami and Dinh (1991).

[18] لتحليل تأثير التدخل الحكومي في أسعار السلع الزراعية و الإصلاحات الحديثة في هذا الإطار انظر Dethier (1991).

[19] انظر IMF (1998)، والذي ينص على أن برنامج الإصلاح عام 1987 " لم يكن مكتملاً بسبب عدم الوصل إلى تفهم للإجراءات السياسة في مجالات نظام الصرف، أسعار الفائدة، أسعار الطاقة، والأسعار المدبرة في الزراعة، والخطوات الإصلاحية المرتبطة بميزانية 1987 /1988 وانحرافات إدارة سعر الصرف عن التعهدات المتفق عليها".

الأخرى. وبالتالي، فإن المساعدات المالية مصحوبة بزيادة أسعار البترول وانخفاض أسعار الواردات الأساسية وخاصة واردات المواد الغذائية قد ساعدت على تعويض الخسائر الناجمة عن أزمة الخليج. وقد قدر الفائض في ميزان المدفوعات عام 1990/91 بحوالي 0.9 بليون دولار أمريكي، وقد أدت كل من الإعفاءات و إعادة الجدولة إلى خفض مدفوعات خدمة الدين من 46% كنسبة من الصادرات إلى حوالي 16.5%، مما سمح بزيادة الاحتياطات الدولية من 1.7 بليون دولار أمريكي إلى 6.1 بليون دولار أمريكي. وقد أدت كل هذه التطورات إلى تحسين الجدارة الائتمانية للاقتصاد المصري.

وبالرغم من ذلك ففي عام 1991 ظل الاقتصاد المصري يعانى من اختلالات خطيرة، حيث وصل عجز الموازنة إلى 20% من الناتج المحلى الإجمالي، ووصل معدل التضخم إلى 15 %، وقد كان العجز في ميزان المدفوعات يبلغ 11.4 بليون جنيه مصري، بالإضافة إلى عبء هائل للدين الخارجي الناتج عن اتباع سياسة مالية توسعية لعدة سنوات، وأسعار فائدة حقيقية سالبة، هذا وقد كانت احتياطات الصرف الأجنبي تغطى حوالي 3 شهور فقط من مدفوعات الصرف .و يضاف إلى ذلك، انخفاض الثقة في العملة المحلية كما يتضح من نسبة الدولرة التي زادت لحوالي 50%.

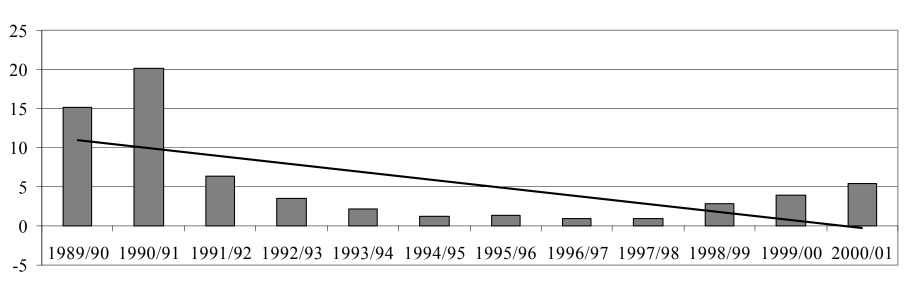
في عام 1991 بدأت الحكومة في انتهاج برنامج الإصلاح الاقتصادي والتثبيت الهيكلى، والذي كان يدعم بواسطة اتفاق المساندة من قبل صندوق النقد الدولي، وكذلك قرض التثبيت الهيكلي من قبل البنك الدولي، بالإضافة إلى الإعفاءات الثنائية للدين وإعانات خدمة الدين من قبل نادى باريس (Paris Club). وقد تم تصميم هذا البرنامج من أجل استقرار المناخ الاقتصادي الكلى، وذلك بعد إدراك أن الإصلاحات الجزئية التي تمت في الثمانينات وإعادة جدولة الدين عام 1987 كانت غير كافية .ويحتوى هذا البرنامج الشامل على: إصلاح القطاع المالي، تحرير سعر الفائدة، تخفيض الإعانات وإزالة الرقابة السعرية توحيد سعر الصرف، تحرير التجارة الخارجية وإصلاح القطاع العام بالإضافة إلى التعهد بالحد من عجز الموازنة. وتهدف هذه الإصلاحات إلى خلق اقتصاد مفتوح، ذات توجه للسوق، ولا مركزي، متلقى للاستثمارات الأجنبية المباشرة وتعزيز مشاركة القطاع الخاص. و قد كانت الخصخصة بمثابة جزء أساسي من برنامج الإصلاح الاقتصادي.

وتكون برنامج الإصلاح الاقتصادي والتثبيت الهيكلي من ثلاث مراحل تم تطبيقها في خلال سبع سنوات. تضمنت المرحلة الأولى إحكام السياسة النقدية والمالية، تحرير سعر الصرف، وإزالة الرقابة السعرية. أما المرحلة الثانية فهدفت في الأساس إلى زيادة تحرير الأسعار، الأسواق، الاستثمارات والقطاع المالي بالإضافة إلى تشجيع القطاع الخاص. وأخيراً فإن المرحلة الثالثة قامت لتعزيز أهداف المرحلتين السابقتين مع التركيز على تمهيد الطريق للقطاع الخاص، تشجيع تدفقات رأس المال الداخلة وضمان تحرير القطاع المالي للاقتصاد المصري.

وحقق برنامج الإصلاح العديد من النتائج الإيجابية. فكما يتضح من الشكل رقم (1) انخفض عجز الموازنة من 21% كنسبة من الناتج المحلى الإجمالي عام 1987 إلى نسبة 1% عام 1998. وقد تم تحقيق هذا الانخفاض السريع في عجز الموازنة بسبب زيادة الموارد وتخفيض النفقات. ففي جانب الموارد، يرجع السبب في الزيادة إلى تثبيت سعر الصرف مما أدى إلى زيادة عوائد قناة السويس وأرباح شركات البترول، بالإضافة إلى زيادة الدخل بسبب فرض ضريبة المبيعات العامة. أما في جانب النفقات، فقد نجحت الحكومة في تخفيض شامل لميزانية الإنفاق الاستثماري الرأسمالي، بالإضافة إلى تخفيض جوهري للدعم غير المستهدف. ولكن في عام 1999 يلاحظ أن عجز الموازنة الكلى قد بدأ يتزايد مرة أخرى ليصل إلى 2.9% كنسبة من الناتج المحلى الإجمالي، و قد عاود هذا الارتفاع بشكل أكبر في عام 2001 ليصل إلى نسبة 5.4% من الناتج المحلى الإجمالي. ويرجع السبب الرئيسي في ذلك إلى زيادة الاستثمار الحكومي طويل الأجل في المشروعات الضخمة (Mega Projects).[20]

[20] انظر Refaie (2000).

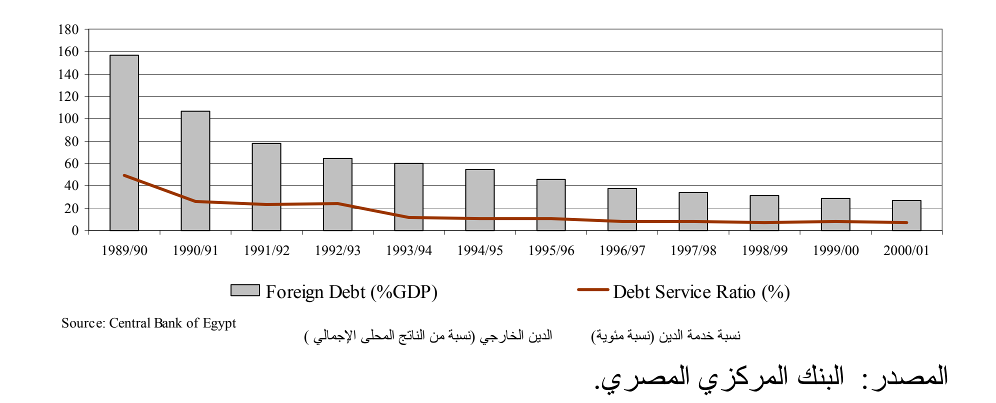
**الشكل (1): عجز الموازنة في مصر كنسبة من الناتج المحلى الإجمالي (1990-2001)**




المصدر: وزارة المالية

وفيما يتعلق بالدين الخارجي، يلاحظ أنه قد انخفض بشكل كبير خلال فترة التسعينات. فكما هو واضح في الشكل (2)، بدأت نسبة الدين الخارجي من الناتج المحلى الإجمالي في الانخفاض منذ عام 1988. حيث انخفضت النسبة من 209.3% عام 1988 إلى 27% عام 2001. و قد شهدت فترة التسعينات انخفاض كبير في الدين الخارجي، حيث انخفض الدين بنسبة 30% مقارنة بالأعوام السابقة. وبالرغم من الزيادة الحديثة في عجز الموازنة العامة إلا أن الانخفاض في الدين الخارجي قد استمر، مما يعد مؤشراً على عدم اللجوء إلى الاستدانة الخارجية لتمويل عجز الموازنة .

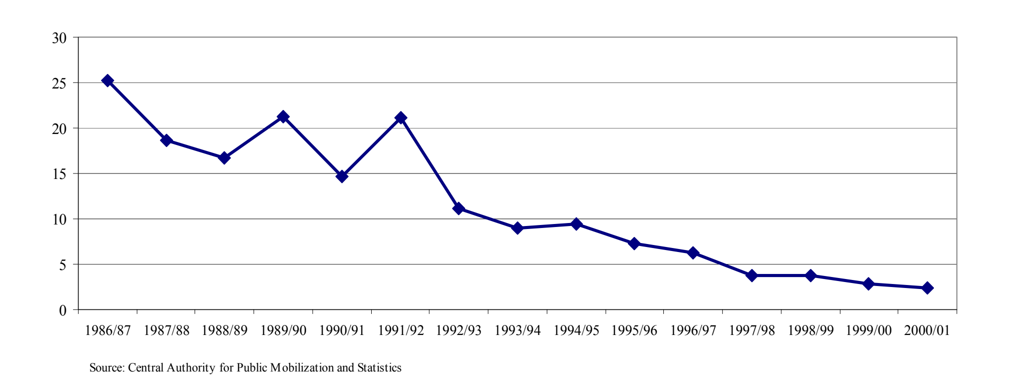
**الشكل (2): الدين الخارجي في الاقتصاد المصري (1989-2001)**




المصدر: البنك المركزي المصري.

أما بالنسبة لسعر صرف الجنيه المصري فقد بدأ ربطه بالدولار الأمريكي في عام 1991. وقد استخدمت سياسة التعقيم لتثبيط الآثار التوسعية لتدفق رؤوس الأموال، وذلك عن طريق استخدام مبيعات أذون الخزانة عند مستوى عالي وموجب من أسعار الفائدة الحقيقة، مع إيداع عائد هذه المبيعات في البنك المركزي المصري. وقد أدى ذلك بدوره إلى تراكم احتياطات النقد الأجنبي في بداية برنامج الإصلاح، مما أدى إلى مزيد من تعهدات السلطة بربط سعر الصرف، وقد أدى ذلك بدوره إلى توقعات أقل لمعدل التضخم.[21] وبالإضافة إلى ذلك فقد أدى العجز الضئيل في الموازنة بالإضافة إلى السياسة المالية المحكمة خلال هذه الفترة إلى انخفاض معدلات التضخم، ويتضح ذلك من خلال الشكل (3).

**الشكل (3): معدل التضخم المتوسط السنوي (1987 – 2001)**




المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء CAPMAS.

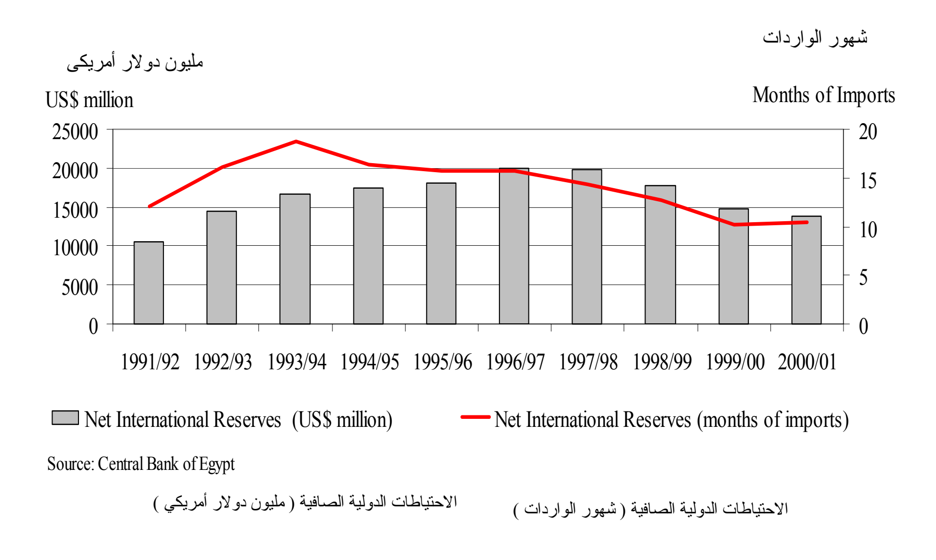
ومن ناحية أخرى، فقد زادت احتياطات النقد الأجنبي في البنك المركزي من ما يقرب من 10.5 بليون دولار أمريكي عام 1992 إلى ما يزيد عن 20 بليون دولار أمريكي عام 1997. ولكن مع بداية عام 1998 تعرض الاقتصاد المصري إلى ثلاث صدمات كانت لها أثاراً سلبية كبيرة على الاقتصاد المصري؛ و هذه الصدمات هي: الانخفاض العالمي في أسعار البترول، الأزمة المالية للأسواق الناشئة، وحادثة الأقصر التي كانت لها آثاراً سلبية على قطاع

[21] انظر (1998) IMF.

السياحة. وهكذا، فقد أخذت احتياطات الصرف الأجنبي في الانخفاض لتصل إلى 13.8 بليون دولار أمريكي عام 2001 كما هو واضح في الشكل (4).



**الشكل (4): احتياطات النقد الأجنبي (1990 - 2001)**




المصدر: البنك المركزي المصري.

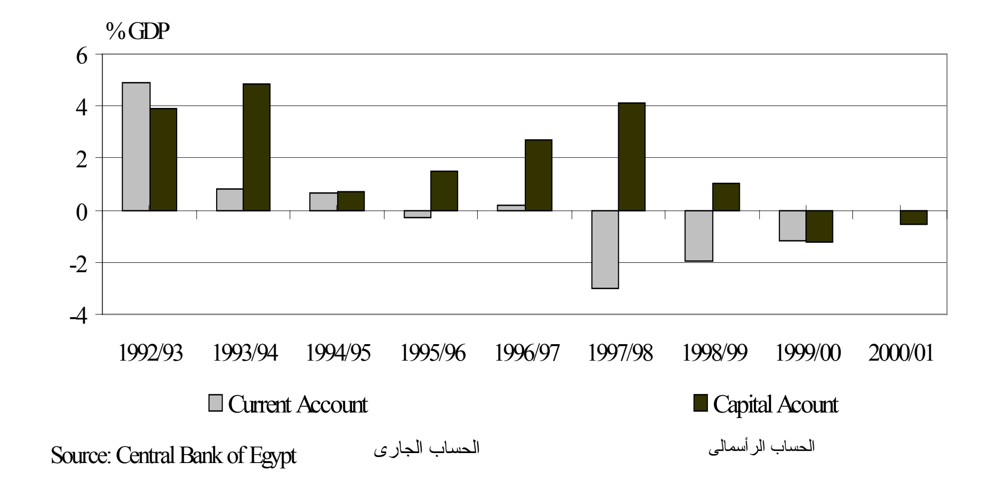
أما فيما هو متعلق بالميزان الخارجي، فقد شهد الاقتصاد المصري تزايداً في عجز الميزان الجاري في أعقاب الأزمة المالية الأسيوية. فقد أدى التخفيض الكبير لقيمة عملات الدول الشرق أسيوية إلى التأثير عكسياً على الميزة التنافسية للصادرات المصرية، ومن ثم انخفاض الصادرات.[22] وبالإضافة إلى ذلك، فإن الانخفاض المفاجئ في أسعار البترول قد أدى إلى حدوث صدمة أخرى للصادرات، ومن ثم تدهور في معدل التبادل التجاري المصري. وقد أدى كل ذلك إلى التأثير سلبياً على الحساب الجاري مما ترتب عليه حدوث مشكلة في ميزان المدفوعات، تفاقمت بانخفاض الدخل السياحي في أعقاب حادثة الأقصر. وقد شهد الميزان

---

22 وقد يرجع ذلك أيضاً إلى زياد قيمة الجنيه المصري ، فقد انخفضت الصادرات بنسبة 4% عام 1998 ثم 13% عام 1999، ولكن مع ذلك فقد زادت عام 2000 بنسبة 44% مقارنة بالسنوات السابقة.

الرأسمالي أيضاً زيادة في التدفقات الرأسمالية الخارجة، وانخفاض التدفقات الرأسمالية الداخلة، مما نتج عنه عجز في الحساب الرأسمالي قدر بحوالي 1% من الناتج المحلى الإجمالي عام 2000. ومع ذلك فقد أشارت التقديرات المبدئية إلى انخفاض عجز الحساب الجاري بشكل كبير ليصل إلى حوالي 0.03% كنسبة من الناتج المحلى الإجمالي عام 2001، ويرجع السبب في ذلك إلى زيادة عوائد التصدير، والتحسن النسبي لمعدل التبادل التجاري للاقتصاد المصري، ويتضح ذلك من خلال الشكل (5).

**الشكل (5): نسبة ميزان الحساب الجاري والحساب الرأسمالي من الناتج المحلى الإجمالي (1992- 2000)**



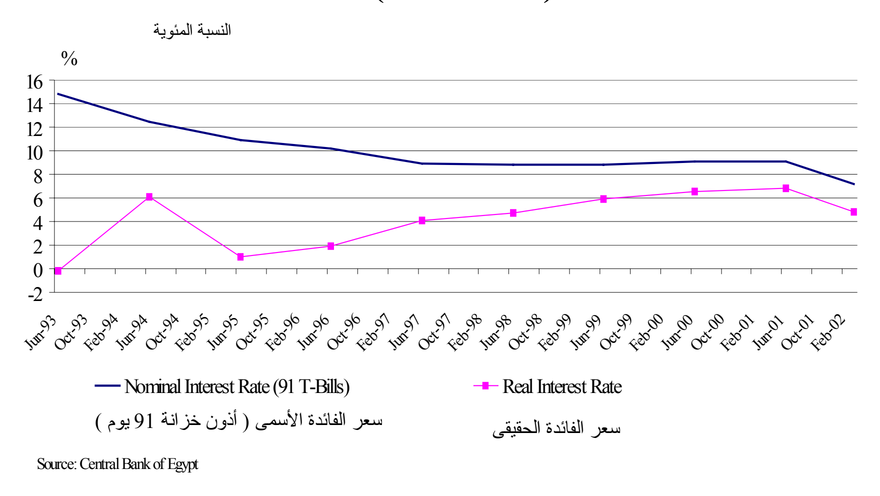

المصدر: البنك المركزي المصري.

إذاً يتضح مما سبق أن الاقتصاد المصري قد استطاع أن يشهد اتجاهات موجبة في أدائه حتى عام 1998، حتى تعرض للصدمات الثلاث السابق الإشارة إليها. فمن الوارد أن يتعرض اقتصاد صغير مفتوح لصدمات خارجية، ولكن لا يعنى ذلك بالضرورة هشاشة هذا الاقتصاد. وفي هذا الإطار يصبح من الضروري أن يدخل في سياق الحكم والإدارة الاقتصادية موضوع التحكم في درجة هذا التعرض. وفضلاً عن ذلك يعتبر التعامل مع هذه

الصدمات من مسئولية الإدارة، و ذلك لتقليل الآثار السلبية، و في الوقت نفسه تعظيم الآثار الإيجابية.

ولكن، من الواضح أن الإدارة الاقتصادية قد تبنت معايير اقتصادية محيره في الوقت الذي كانت تسعى فيه إلى تحقيق أهداف اقتصادية نهائية. وقد أدى ذلك إلى إيجاد أهداف اقتصادية "مقدسة"، ومن ثم توجه السياسة النقدية والمالية إلى تحقيق هذه الأهداف والإبقاء عليها. والأكثر من ذلك، أنه من خلال التأثير الإعلامي أصبح من اهتمامات الرأي العام، وكذلك بعض الوكلاء الاقتصاديين تحقيق الآتى: نسبة عجز الموازنة لا تزيد عن 1% من الناتج المحلى الإجمالي، احتياطات النقد الأجنبي لا تقل عن 20 بليون دولار، الحفاظ على القيمة الاسمية للدولار في مواجهة الجنيه عند مستوى 3.4 جنيه للدولار الواحد.

**الشكل (6): أسعار الفائدة الاسمية أذون الخزانة لمدة91 يوماً وأسعار الفائدة الحقيقية (2002 – 1993)**




المصدر: البنك المركزي المصري.

ومن المتفق عليه أن هناك أربعة أهداف رئيسة تختلف عن الأهداف التي تؤكدها الحكومة، وهذه الأهداف هي: استمرار معدل النمو الاقتصادي الحقيقي، معدل منخفض للتضخم، معدل

منخفض للبطالة والمساواة في توزيع الدخل والثروة. ومن ثم، فإنه عندما تعرض الاقتصاد المصري للصدمات الثلاث السابق ذكرها، لم تلجأ الحكومة إلى استخدام السياسة النقدية كوسيلة لاحتواء هذه الأزمات، ويتضح ذلك من خلال الشكل (6) الذي يظهر به معدل الفائدة ثابت في أواخر فترة التسعينات.

وقد كانت احتياطات النقد الأجنبي الأداة الرئيسة المستخدمة للحفاظ على الجنيه المصري. ولكن عدم المرونة من جانب الحكومة في استخدام النقد الأجنبي كان بمثابة قيد ومن ثم، كانت تلجأ الحكومة إلى استخدام هذه الأداة بشكل يمكن وصفه بالضآلة والتأخير، فدائماً كان هناك تأخير في التدخل لعرض الدولارات في سوق النقد الأجنبي مع انخفاض الكمية المعروضة عن احتياجات السوق، وقد أدى ذلك إلى خلق مشكلة المصداقية. وقد أدى ذلك بدوره إلى خلق طلب مضارب وزائد على الدولارات، وبالتالي تخفيض قيمة الجنيه وخلق عدة أسعار للدولار مع زيادة المعاملات التي تحدث في السوق الموازية بالإضافة إلى تعميق مشكلة المصداقية مما كان له تبعات خطيرة على المدخرات والاستثمارات المحلية والأجنبية.

بالإضافة إلى ذلك، فيما يتعلق باستنزاف النقد الأجنبي، لجأت الحكومة إلى اتباع سياسات التثبيت– وهى مزيج من سياسات خفض الإنفاق مثل تخفيض الإنفاق الحكومي والاستثمار العام، بالإضافة إلى تقييد الائتمان المصرفي للقطاع الخاص، وسياسات تحويل الإنفاق التي تهدف إلى تخفيض الواردات وزيادة الصادرات في إطار تخفيض الجنيه المصري، وإتباع بعض السياسات التجارية؛ مثل وضع نسبة تغطية 100% لفتح الاعتمادات المستندية للاستيراد، بالإضافة إلى اتباع استراتيجيات تعزيز التصدير. وفيما يتعلق بالتأثير العكسي للصدمات على سوق رأس المال والاستدانة الخارجية، فقد كان الدين الخارجي قليل نسبيا، ولم يحدث عدم توافق في عملية استحقاق الدين مع وصول نسبة خدمة الدين لمعدلات مرضية باستخدام معايير الأسواق الناشئة.

وفي ميدان الإدارة الاقتصادية فإن عملية السيطرة على التعرض للصدمات الخارجية تعتبر في غاية الأهمية. حيث يقع التعامل مع الصدمات الخارجية في نطاق مسئولية الإدارة وذلك لتقليل التبعات السلبية ولتعظيم المنافع الإيجابية. ولكن من الملاحظ أن الإدارة الاقتصادية قد

تبنت معايير محيرة وقدست بعض القيم الاقتصادية وجعلتها هي نفسها الأهداف. وبناءً على ذلك فقد تدهور الوضع الخارجي بشكل كبير مما أدى إلى وجود ضغط إضافي على العملة المحلية.

### 5. تطور سعر الصرف بشقيه الأسمى والحقيقي في مصر

يمكن التفرقة خلال فترة الدراسة بين ثلاث مراحل مختلفة من ترتيبات النقد الأجنبي:[23]

**أ- قبل مايو 1987**

اتبعت مصر نظام تعدد أسعار الصرف في عام 1969، وذلك لخدمة هدفين: أولاً، أن هذا الترتيب سيمكن الدولة من امتصاص الأثر العكسي الناتج عن أثر تقييم سعر الصرف بأكثر من قيمته على قدرتها على المنافسة الدولية. ثانياً، أن اعتماد الحكومة على تحويلات العاملين بالخارج كمصدر للنقد الأجنبي، مع عدم قدرتها على التحكم في هذه التدفقات، يعد دافعاً أساسياً آخر وراء تبنى هذا الترتيب.

ومع نهاية عام 1976 كان سوق النقد الأجنبي مقسم لثلاثة مجمعات: مجمع البنك المركزي المختص بتعاملات الحكومة المركزية، مجمع البنوك التجارية الذي تتمثل حصيلته في تحويلات المصريين العاملين بالخارج وعوائد السياحة بالإضافة إلى عوائد الصادرات بخلاف تلك التي تدخل مجمع البنك المركزي أثناء إدارته لتعاملات شركات القطاع العام، وأخيراً السوق الحرة غير المصرفية التي وإن كانت غير قانونية إلا أنها كانت مباحة رسمياً ومن ثم فقد عملت على جذب بعض المتحصلات وعوائد السياحة وذلك أثناء إدارتها لتعاملات القطاع الخاص.

[23] انظر Mongardini (1998).

**ب- خلال الفترة من مايو 1987 إلى فبراير 1991**

أدت الترتيبات السابقة إلى ارتفاع ثابت في قيمة سعر الصرف الحقيقي للجنيه المصري وقد أدى ذلك إلى زيادة الفارق بين معدلات المجمعات المختلفة، مما شجع الحكومة في مايو 1987 على إنشاء حظر جديد في سوق النقد الأجنبي. وتم تحديد سعر مبدئي بلغ 2.165 لكل دولار أمريكي، وهو ما عكس على الأقل سعر السوق الحرة. ووفقاً لذلك فإن السعر الجديد يفترض أن يُعدل من قبل لجنة ليعكس قوى السوق في السوق المصرفية البينية.

وتدريجياً بدأت هذه السوق الجديدة في جذب معظم التعاملات مما أفضى إلى وقف مجمع البنوك التجارية القديم وقد تم ذلك في مارس 1989، ومن ثم، إعادة توازن سعر الصرف وانخفاض سعر الصرف الحقيقي للجنيه بصورة كبيرة. مما ترتب عليه استمرار انخفاض سعر الصرف الأجنبي الجديد الخاص بالبنوك إلى أن وصل 3 جنيهات لكل دولار أمريكي بنهاية 1990.

**ج- بعد فبراير 1991**

تم إلغاء نظام تعدد أسعار الصرف في فبراير1991 وذلك كجزء من خطة شاملة للإصلاح وفي أكتوبر من نفس العام تم تقديم سعر صرف موحد. ومنذ ذلك الوقت يتم تبادل الجنيه المصري في سوق صرف واحدة. كذلك، ساعد تخفيض القيود على حساب رأس المال في يونيو 1994 على المزيد من التحرير لسوق الصرف الأجنبي.

وبالإضافة إلى ذلك، فمع مستهل عام 1991 اختارت مصر سياسة العملة الصعبة باستخدام مثبت اسمى وذلك حتى يمكن تحقيق الاستقرار والتعجيل بعملية خفض معدلات التضخم وعلى الرغم من تحقيق هذا الترتيب لأغراضه السياسية إلا أن قيمة سعر الصرف الحقيقي الفعال (Real Effective Exchange Rate) شهدت ارتفاعاً ملحوظاً، مما قلل من الوضع التنافسي للاقتصاد المصري.

فوفقاً لتعريف Edwards (1989) لسعر الصرف الحقيقي الثنائى $\{(E*WPI_{us})/CPI_E\}$ حيث E هي القيمة الأسمية لسعر الصرف الأسمى بالنسبة للدولار الأمريكى، $WPI_{us}$ هي الرقم القياسي لأسعار الجملة للولايات المتحدة الأمريكية (الذي يحتوى في الأصل على السلع الداخلة في التجارة)، $CPI_E$ هو الرقم القياسي المحلى لأسعار المستهلكين لمصر (الذي يتأثر بشكل كبير بالسلع و الخدمات غير الداخلة في التجارة).[24] فقد تم حساب الرقم القياسي لسعر الصرف الحقيقي المصري في الفترة من عام 1970 حتى عام 2001 [25].

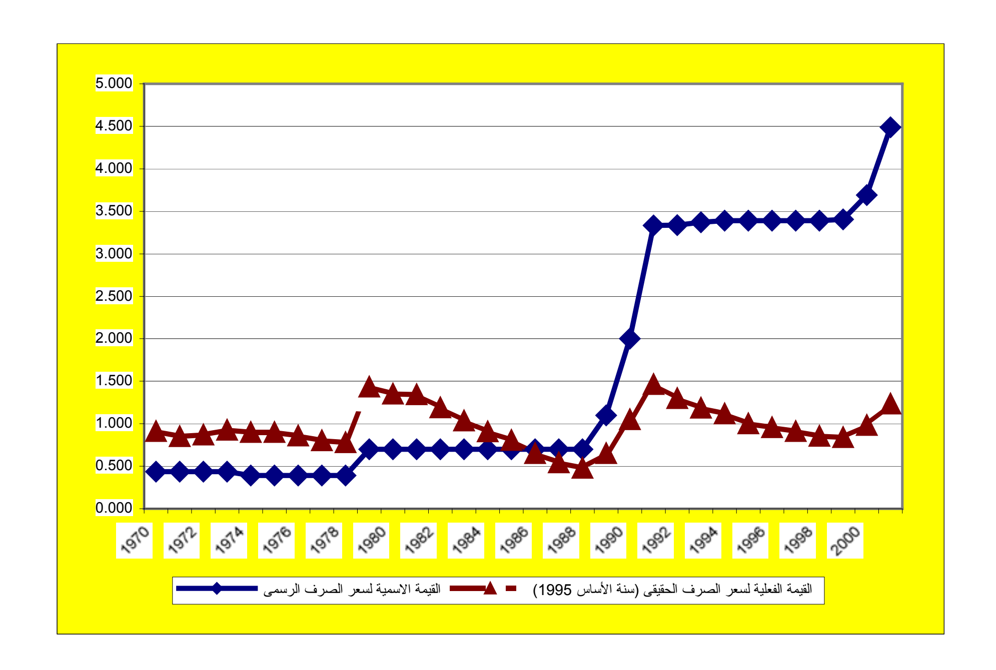
وبالفحص الدقيق للشكل (7) يتضح أنه على الرغم من انخفاض سعر الصرف الحقيقي المصري بنسبة قليلة مع بداية السبعينات، إلا أنه ارتفع فيما بعد كما يدل على ذلك انخفاض الرقم القياسي لسعر الصرف الحقيقي من حوالي 90 نقطة بدءاً من عام 1974 إلى 78 نقطة في عام 1978. ويرجع ذلك في الأساس إلى حدوث انخفاض نسبى في التدفقات الرأسمالية الخارجة، وتمتع الدولة بمعدلات جيدة للتبادل التجاري. ولكن استمر هذا الاتجاه لفترة قصيرة، حيث انخفض سعر الصرف الحقيقي بدرجة جوهرية نتيجة لتخفيض قيمة الجنيه المصري بشكل ملحوظ عام 1979.

---

24 أوضحت دراسة إدواردز التطبيقية التي تمت باستخدام بيانات 33 دولة نامية أن هناك اختلافاً كبيراً في سلوك أسعار الصرف الحقيقية الثنائية والمتعدد الأطراف لتلك الدول. إذاً يصبح من الضروري استخدام أسعار الصرف الحقيقة متعددة الجوانب عند القيام بأية تبعات سياسية، ولكن للتبسيط سيتم استخدام أسعار الصرف الحقيقية الثنائية في هذه الورقة .

25 وفقاً لهذا المقياس فإن الارتفاع في الرقم القياسي لسعر الصرف الحقيقي يتفق مع التخفيض فى قيمة العملة، بينما الانخفاض في هذا الرقم القياسي يعنى ارتفاع قيمة العملة.

**الشكل (7): تطورات سعر الصرف الأسمى والحقيقي الثنائي لمصر (1970 - 2001)**




وعلى مدار فترة الثمانينات، سجل سعر الصرف الحقيقي ارتفاعاً ملحوظاً حيث انخفض الرقيم القياسي من 135.2 نقطة عام 1980 إلى 47.8 نقطة عام 1988 مما أدى إلى التأثير على القدرة التنافسية للدولة. ويرجع ذلك في الأساس إلى تبنى السلطات المصرية لسياسات كلية توسعية غير مستمرة، ومن ثم السماح بارتفاع معدل التضخم وكذلك السماح بدرجة أقل لانخفاض ثابت في التدفقات الرأسمالية الخارجة، مع ضعف الأداء في قطاع السلع الداخلة في التجارة ( مقياس مدى الانفتاح). ولكن توالى تخفيض قيمة العملة مرة أخرى خلال الفترة من 1989 إلى 1991 والتدهور الملحوظ في التدفقات الرأسمالية الداخلة عكسا هذا الاتجاه، ومن ثم توجيه سعر الصرف الحقيقي للانخفاض حتى وصل بنهاية عام 1991 إلى 146.4 نقطة.

وفي عام 1991 ارتفع الرقم القياسي لسعر الصرف الحقيقي بدرجة كبيرة نتيجة لتوحيد وتحرير سوق الصرف الأجنبي المصرية، كذلك نتيجة لخفض سعر الصرف الرسمي وإرخاء القيود على رأس المال. وقد أعقب ذلك فترة من استمرار ارتفاع الرقم القياسي لسعر

الصرف امتدت حتى 1999 ولكن ليس بصورة كبيرة إذا ما قورنت بالارتفاع في فترة الثمانينات. ومن ثم فقد انخفض الرقم القياسي لسعر الصرف الحقيقي إلى 111.7 نقطة عام 1994 واستمر في الانخفاض حتى وصل إلى 84 نقطة عام 1999. ويلاحظ أنه بالإضافة إلى الدور الذي قامت به المتغيرات الأساسية، مثل زيادة الثقة في الاقتصاد المصري، فإن العديد من المتغيرات الاسمية التي تم تفعيلها ساهمت في هذا الارتفاع الثابت، مثل الفجوة الضخمة في الفارق في معدلات التضخم بين مصر والولايات المتحدة الأمريكية خلال أوائل التسعينات. ولكن عندما بدأت هذه الفجوة في الانكماش خلال النصف الثاني من التسعينات تزامن معها انخفاض في معدل الارتفاع.

وبناء على ذلك فإن الارتفاع الثابت في قيمة سعر الصرف قد قلل من القدرة على المنافسة الدولية. وقد حدث هذا في الوقت الذي عانت فيه الدولة من التدهور الشديد في كل من الميزان التجاري وحساب رأس المال نتيجة للأزمة الأسيوية المصحوبة بانخفاض كل من أسعار النفط وعوائد السياحة. وقد أدت كل هذه العوامل إلى ضغط فعال على القيمة الاسمية لسعر الصرف الرسمي لمصر، الذي بدأ منذ منتصف عام 1999 نتيجة لهذه العوامل في تحقيق زيادة طفيفة، مما أدى إلى انخفاض سعر الصرف الحقيقي مرة أخرى.

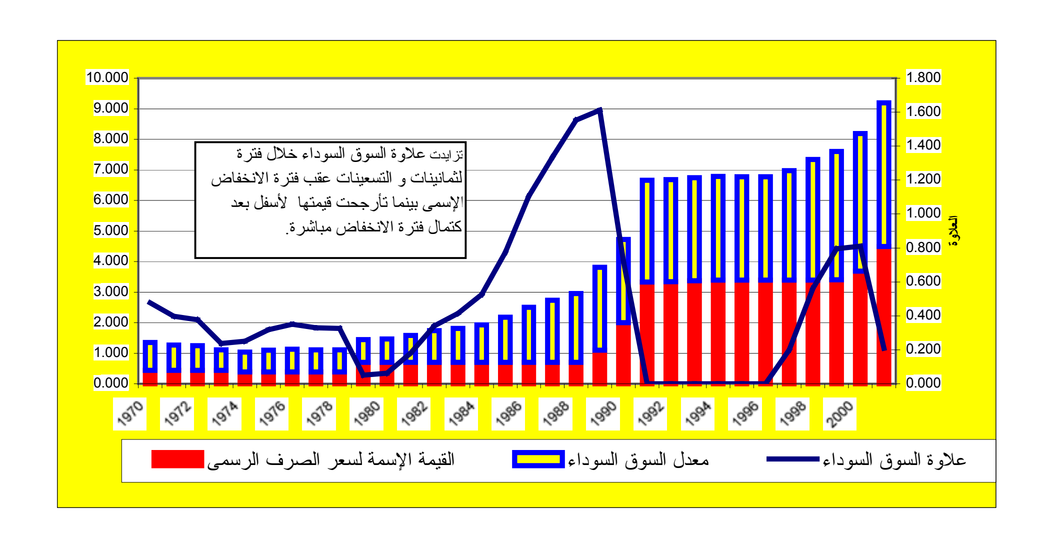
وبالإضافة إلى ذلك يعكس الملخص الإحصائي لسعر الصرف الحقيقي لمصر في الجدول (1) السمات التالية: أولاً، اعتدال تقلبات سعر الصرف الحقيقي المصري خلال فترة الدراسة باختلاف القيم الدنيا والعظمى للرقم القياسي يصل إلى 100 نقطة تقريباً. ثانياً، اظهر الرقم القياسي لسعر الصرف الحقيقي المقاس باستخدام الانحراف المعياري خلال فترة السبعينات ثباتاً نسبياً في الحركة، حيث سجل 18.5 نقطة بخلاف فترة الثمانينات والتسعينات، حيث تصاعد الانحراف المعياري للرقم القياسي لسعر الصرف ليصل إلى 32.3 و25 نقطة على التوالي. أخيراً، فإن الرقم القياسي لسعر الصرف الحقيقي قد تذبذب بدون تحقيق اتجاه محدد طويل الأجل بمتوسط يتراوح بين 92.3 و 89.5 نقطة ثم نحو 107.4 نقطة في فترات السبعينات، الثمانينات والتسعينات على التوالي.

ويمكن اعتبار السلوك المتقلب والمعاكس للأساسيات الرئيسة والمتغيرات الأسمية المؤثرة على الرقم القياسي لسعر الصرف الحقيقي خلال فترة الدراسة أحد التفسيرات الممكنة للأداء الغامض لهذا الرقم، ومن ثم تعد محاولة تفسير التغيرات الناجمة عن الصدمات الحقيقية و النقدية أمراً يدعو للإحباط .

**الجدول (1): الملخص الإحصائي لسعر الصرف الحقيقي في مصر**

| الفترة | الوسط الحسابى | الانحراف المعيارى | القيمة العظمى- القيمة الدنيا | القيمة الدنيا | القيمة العظمى |
|---|---|---|---|---|---|
| **السبعينات** | 92.257 | 18.509 | 65.3 | 77.879 | 143.181 |
| **الثمانينات** | 89.522 | 32.308 | 87.4 | 47.827 | 135.157 |
| **التسعينات** | 107.410 | 19.110 | 62.5 | 83.925 | 146.423 |
| **1970-2001** | 97.084 | 24.481 | 98.6 | 47.827 | 146.423 |

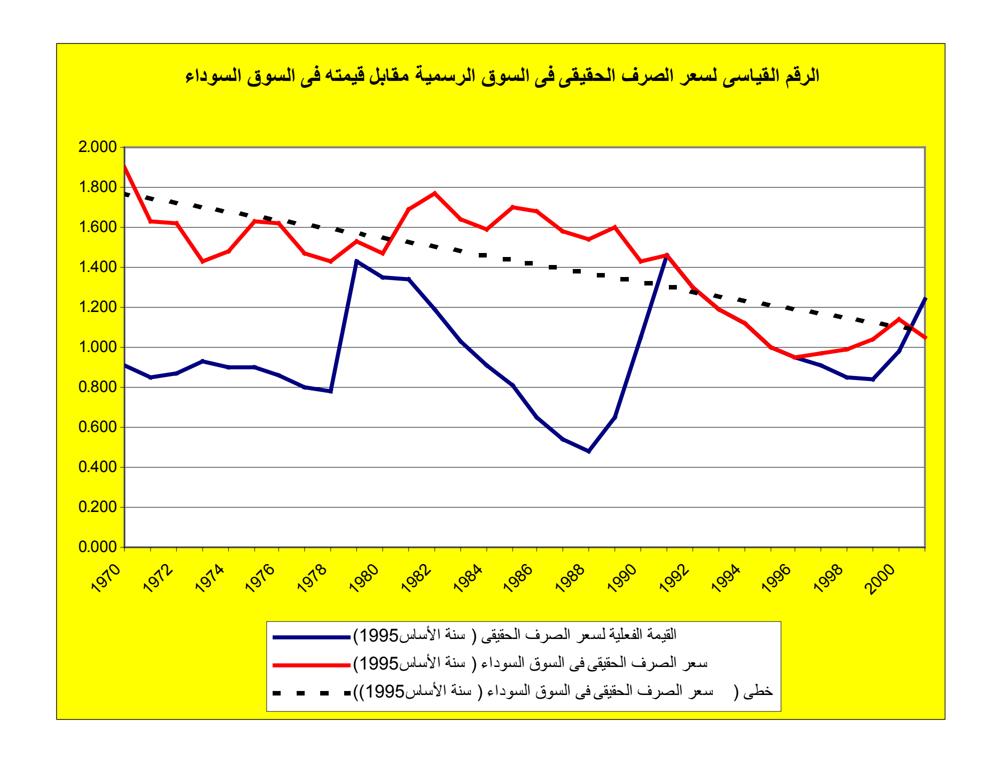
**الشكل (8): تطورات سوق النقد الأجنبي في مصر (1970 – 2001)**



## 6. تطورات السوق السوداء في مصر

بالنظر إلى دور السوق السوداء ونصيبها الهام خلال فترة السبعينات والثمانينات، وأخيراً في نهاية التسعينات يتضح أهمية إدخالها في سياق التحليل ومع الوضع في الاعتبار طبيعة هذا السوق، يصبح من الصعوبة إيجاد بيانات دقيقة عن النسب السائدة فيه، وبالتالي فإنه يجب الحذر عند تحليل هذه النتائج.[26]

**الشكل (9): تطور الرقم القياسي لسعر الصرف الحقيقي في كل من السوق السوداء والسوق الرسمية (1970 – 2001)**




[26] في هذه الدراسة، تم الاعتماد على الإحصائيات المالية الدولية (International Financial Statistics IFS)، بالإضافة إلى أعداد متفرقة من الكتاب السنوي للعملات العالمية (World Currency Yearbook) كمصادر لمعدلات الصرف في السوق السوداء السوق الرسمية.

**الجدول (2): الملخص الإحصائي لبيانات سعر الصرف الحقيقي في السوق السوداء**

| الفترة | الوسط الحسابى | الانحراف المعيارى | القيمة العظمى- القيمة الدنيا | القيمة الدنيا | القيمة العظمى |
|---|---|---|---|---|---|
| **السبعينات** | 157.560 | 14.168 | 47.3 | 142.939 | 190.168 |
| **الثمانينات** | 162.607 | 8.734 | 29.86 | 147.139 | 176.999 |
| **التسعينات** | 113.601 | 17.584 | 51.1 | 95.373 | 146.423 |
| **1970-2001** | 142.653 | 26.776 | 94.8 | 95.373 | 190.168 |

يظهر التحليل الإحصائي والبيانى للرقم القياسي لسعر الصرف الحقيقي في مصر الظاهر في جدول (2) المظاهر العامة التالية: أولاً، كان سعر الصرف الحقيقي في السوق السوداء مستقراً في خلال فترة الدراسة، حيث وصل الفرق بين القيم الدنيا والعظمى للرقم إلى حوالي 95 نقطة، ومع ذلك لم يشهد تغيرات مفاجئة كما هو حادث مع الرقم القياسي لسعر الصرف الحقيقي في السوق الرسمية. ثانياً، والأكثر أهمية، أن سعر الصرف الحقيقي في السوق السوداء قد أظهر ارتفاعاً حقيقيا في قيمته في الاتجاه طويل الأجل بخلاف قيمته في السوق الرسمية، فقد انخفض الرقم القياسي من 157.6 نقطة في المتوسط في السبعينات إلى 113.6 نقطة في المتوسط في التسعينات. وأخيراً، في أعقاب توحيد وتحرير سوق الصرف الأجنبي في عام 1991، أوضح المؤشران سلوكاً متشابهاً حتى نهاية التسعينات، إلى أن ظهرت علاوة السوق السوداء و بدأت تتصاعد مرة أخرى محدثة انخفاضاً حقيقياً في المؤشرين.

ومن خلال القسم السابق يتضح أن التحركات في الرقم القياسي لسعر الصرف الحقيقي الثنائي المصري يمكن شرحها من خلال تتبع سلوك كل من "الأساسيات"، وكذلك المتغيرات الأسمية الزائلة، والتي تم التوصل إليها من خلال التحليل النظري. ولكن ذلك يثير بعض التساؤلات البارزة التي تحتاج إلى مزيد من البحث مثل: أولاً، التساؤل حول ما إذا كانت التحركات في سعر الصرف الحقيقي لمصر (خاصة اتجاه الارتفاع الحالي) يمثل إنحرافاً بعيداً عن المعدل التوازنى، أم أنه من الممكن وصفه بأنه حركة تعديلية باتجاه المعدلات المثلى. ثانياً، التساؤل حول ما إذا كان من الممكن اعتبار اتجاه الارتفاع في قيمة الرقم

القياسي لسعر الصرف الحقيقي في السوق السوداء (والتي تعكس قوى السوق) مؤشراً مبدئياً فعالاً لارتفاع قيمة سعر الصرف الحقيقي التوازنى لمصر في المتوسط خلال فترة الدراسة. و للإجابة على هذه التساؤلات الهامة، يجب تقدير الرقم القياسي لسعر الصرف الحقيقي التوازنى لمصر خلال فترة الدراسة. ومن ثم سيتم تحقيق هذا الغرض في الأجزاء الباقية من هذه الورقة.

**رابعاً: نموذج لتحديد سعر الصرف التوازنى لمصر**

يعتمد هذا النموذج على ما تم تقديره في Edwards (1989)، وهو نموذج تفضيلى ديناميكى بسيط لاقتصاد صغير مفتوح يتكون من قطاعين أساسين، أحدهما قطاع السلع الداخلة في التجارة (ويضم هذا القطاع السلع والخدمات التي تدخل في إطار التصدير والاستيراد)، أما القطاع الآخر فهو قطاع السلع غير الداخلة في التجارة. ويفترض النموذج عدة قيود تهدف إلى إنشاء نقطة ارتكاز (Benchmark Case) مبسطة يمكن من خلالها تحليل الطريق الديناميكى والعملية الضابطة لسعر الصرف الحقيقي بشكل قوى. وبعد ذلك، يمكن إرخاء هذه الافتراضات مما يؤدى إلى بيئة اقتصادية واقعية. وباختصار فإن هذا النموذج يهدف إلى بحث تأثير كل من المتغيرات الأساسية والاسمية على القيمة الفعلية لسعر الصرف الحقيقي في الأجلين القصير و الطويل.

وتبدأ إجراءات التقدير التي تم استخدامها كالآتي: أولاً، سيتم نمذجة القيمة الفعلية لسعر الصرف الحقيقي باستخدام منهج Edwards (1989، 1994) والذي تم توسيعه عن طريق البدوى Elbadwai(1994) ويوضح هذا المنهج القيمة الفعلية لسعر الصرف الحقيقي باعتبار أنها دالة في متغيرات أساسية في الأجلين المتوسط والطويل، وكذلك دالة في المتغيرات الأقل استمرارية في المدى القصير. ومن ثم فإن القيمة التوازنية المقدرة لسعر الصرف الحقيقي سيتم اشتقاقها بواسطة القيم المثلى للمتغيرات الأساسية في حالة الثبات (Steady - State)، وبعد ذلك سيتم حساب الرقم القياسي لعدم توافق سعر الصرف الحقيقي عن طريق أخذ الفروق بين القيم المقدرة والقيم الفعلية للرقم القياسي لسعر الصرف الحقيقي التوازنى.

ويمكن إجمال المناقشات الهامة التي تم استعراضها في التحليل النظري في القسم السابق من خلال الصيغة المختزلة للمعادلة التي تصف السلوك الديناميكي لسعر الصرف الحقيقي التالية:

$$\text{Log}\ (RER_t) = \beta_0 + \beta_1 \log(FUND_{it}) + (1-\theta)\log(e_{t-1}) - \lambda (Z_t - Z_t^*)_t + \delta NOMDEV_t + V_t. \quad (1)$$

حيث يمثل FUND متجه المتغيرات الأساسية الحقيقية التي تؤثر على القيمة التوازنية لسعر الصرف الحقيقي، $(Z_t - Z_t^*)$ هو المتجه الذي يصف و يقيس انحراف متغيرات السياسة عن قيمتها المثلى في حالة الثبات، $NOMDEV_t$ هو القيمة الإسمية للمعدل السنوي الرسمى لانخفاض قيمة العملة.

وبالتالي فإن المعادلة التي تصف القيمة التوازنية لسعر الصرف الحقيقي في المدى الطويل باعتبارها دالة في المتغيرات الأساسية يمكن توصيفها باستخدام المعادلة التالية.

$$\text{Log}\ RER^*_t = \beta_0 + \beta_1 \log(TOT)_t + \beta_2 \log(NGCGDP)_t + \beta_3 \log(TARIFFS)_t + \beta_4 \log(TECHPRO)_t + \beta_5 (KAPFLO)_t + \beta_6 \log(OTHER)_t + U_t. \quad (2)$$

وحتى يتم تقدير هذه المعادلة النظرية، ومع الوضع في الاعتبار عدم توافر سلسلة على المدى الطويل بامتداد فترة الدراسة لمعظم المتغيرات، بالإضافة إلى الأهمية النسبية لبعض المتغيرات الأخرى في الحالة المصرية، فقد تم تطبيق حلين لهاتين المشكلتين. أولاً سيتم استخدام بعض المؤشرات الوكيلة (Proxy Variables) عوضاً عن المتغيرات التي لم يتوافر بيانات عنها، بينما في الوقت نفسه يمكن توسيع المعادلة (2) باستخدام متغيرات أخرى

والتي لها أهمية نسبية في حالة الاقتصاد المصري.[27] وبشكل أكثر تخصيصاً سيتم تقدير المعادلة (2) مع الوضع في الاعتبار الحالات الآتية:[28]

1. سيتم إدخال عنصر التقدم التكنولوجي عن طريق الاستعانة بمتغير النمو الحقيقي للناتج المحلى الإجمالي.[29]
2. سيتم استخدام متغير نسبة الاستهلاك من الناتج المحلى الإجمالي بدلاً من متغير نسبة الإنفاق الحكومي على السلع الداخلة في التجارة والتي لم يتوافر بيانات له.
3. سيتم قياس مدى شدة القيود التجارية باستخدام متغير نسبة الانفتاح على العالم الخارجي.
4. بسبب عدم الاتفاق على مقياس محدد لقياس درجة التحكم في سوق رأس المال، فسيتم استخدام متغير التدفقات الرأسمالية الخارجة مقومة بالناتج المحلى الإجمالي كمتغير وكيل.
5. سيتم استخدام متغير نسبة الدين من الناتج المحلى الإجمالي في الأجل القصير، وذلك لقياس نسبة خدمة الدين في الاقتصاد المصري.
6. سيتم الاستعانة بنسبة التكوين الرأسمالي للناتج المحلى الإجمالي بدلاً من نسبة الاستثمار للناتج المحلى الإجمالي.
7. سيتم استخدام معدل التبادل التجاري (Terms of Trade) كمؤشر للوضع الخارجي وأثره على أرباح الصادرات في الدولة .

تشير النتائج المقدرة للنموذج العام[30] (الذي يضم كل المتغيرات الأساسية المقترحة) إلى أن المعلمات في الأجل الطويل محددة بشكل صحيح لمعظم المتغيرات (وذلك يرجع إلى معنوية t لهذه المعلمات) ويستثنى من ذلك معامل نمو الناتج المحلى الإجمالي الحقيقي ومعامل مقياس

[27] يجب توخى الحذر عند تفسير المعلمات المقدرة بسبب الاستعانة بالعديد من المؤشرات الوكيلة.

[28] يحتوى ملحق رقم (1) على وصف شامل لكل من التعريفات والمصادر للمتغيرات المستخدمة.

[29] قد يتم استخدام متغير مجمل انتاجية عوامل الانتاج (Total Factor Productivity) كمقياساً للتقدم التكنولوجى، ولكن عند استخدام هذا المتغير في الحالة المصرية كان تأثيره غير معنوى مما أدى إلى استخدام متغير النمو الاقتصادى الحقيقي عوضاً عنه. ولمزيد من التفاصيل حول الانحدار الذي تم باستخدام متغير مجمل انتاجية عوامل الانتاج انظر إلى الملحق رقم (2).

[30] لمزيد من التفاصيل عن الانحدار المستخدم و نتائجه انظر الملحق الفني (رقم (3)).

الدين.  وقد تم رفض فرض العدم الذي يقضى بعدم معنوية المفسرات المشتركة (Joint Regressors) عند درجة معنوية 1%.  وبالإضافة إلى ذلك، بعيداً عن حقيقة أن العنصر المتبقي لا يتبع التوزيع الطبيعي (Non-normality of Residuals)، فإن الاختبارات التشخيصية (Diagnostic Tests) قد أعطت نتائج مرضية و متسقة مع كون المعادلة تعكس نموذج ملائم (Congruent Model) .

ومن ثم فقد تم استخدام عملية الاستبعاد المتتالي (Recursive Process) [31] وذلك لحذف المتغيرات غير المعنوية بهدف اشتقاق توصيف أكثر تقنيناً للنموذج (More Parsimonious Description).  ولتحقيق هذا الهدف فقد تم حذف كلاً من معدل النمو الحقيقي للناتج المحلى الإجمالي وكذلك الوكيل عن نسبة خدمة الدين.  وتتضح المعادلة النهائية التي تصف سلوك القيمة التوازنية لسعر الصرف الحقيقي التوازنى لمصر في الجدول (3).

**الجدول (3): انحدار تناظر التكامل طويل الأجل: المتغير التابع Log RER**

**فترة العينة (1970-2001)**

| | Coefficient | Std Error | T-Value | T-Prob |
|---|---|---|---|---|
| **Constant** | 2.788209 | 0.5488 | 5.07 | 0.000 |
| **LTOT** | 0.388835 | 0.1458 | 2.46 | 0.021 |
| **LGCONS** | -0.352201 | 0.1230 | -2.86 | 0.008 |
| **LGCF** | -0.864635 | 0.1330 | -6.50 | 0.000 |
| **LCOUTFLOW** | 0.0148087 | 0.005439 | 2.72 | 0.011 |
| **LOPENESS** | 0.912855 | 0.1605 | 5.69 | 0.000 |
| **$R^2$ = 0.789** | **DW = 1.75** | **F (6,25) =** | **15.65 [0.000]**** | |

ECM = LRER - 2.78209 - 0.358835*LTOT + 0.352201*LGCONS + 0.864635*LGCF - 0.912855*LOPENESS - 0.0148087*LCOUTFLOW;
WALD test: Chi^2(5) = 96.1658 [0.0000] **

تشير الاختبارات التشخيصية إلى رفض فرض العدم الذي يقضى بعدم معنوية المفسرات المشتركة عند درجة معنوية 1%.  أيضاً تشير الاختبارات إلى نقص دليل جوهري يشير إلى سوء توصيف العينة التاريخية للبيانات المستخدمة.  إذاً يمكن رفض فرض العدم الذي يقضى

بضعف النموذج عند مستويات معنوية مناسبة. كما أنه لا يوجد ما يشير لوجود مشكلة الارتباط الذاتى (Autocorrelation) أو مشكلة اختلاف التباين (Heteroscedasticity) في العنصر المتبقى (Residual).

وتؤيد معظم التقديرات تنبؤات النموذج النظري، وذلك بسبب صحة الإشارات المتوقعة والمعنوية الإحصائية عند المستويات المناسبة. تشير المرونة السلبية المعنوية لنسبة الإنفاق الحكومي من الناتج المحلى الإجمالي إلى أن الإنفاق الحكومي الكبير والمفرط يؤدى إلى ارتفاع القيمة التوازنية لسعر الصرف الحقيقي. ويتأكد ذلك مع الاتجاه التطبيقى الاقتصادي الذي يقضى بأن الحكومات (والحكومة المصرية توافق على هذه النظرة) توجه الجزء الأكبر من إنفاقها إلى السلع غير الداخلة في التجارة بصورة أكبر مما يحدث في حالة القطاع الخاص.

وبالمثل فإن نسبة الاستثمار للناتج المحلى الإجمالي له مرونة سالبة ومعنوية، ومن ثم فإن ذلك يعنى أن الارتفاع في هذه النسبة سيؤدى إلى زيادة نسبية في السعر النسبي للسلع غير الداخلة في التجارة، وبالتالي زيادة القيمة التوازنية لسعر الصرف الحقيقي. ووفقاً لهذه النتيجة فإن معظم الاستثمارات المصرية خلال هذه الفترة كانت موجهة في الغالب لقطاع السلع غير الداخلة في التجارة. وقد يرجع ذلك إلى كثره الاستثمارات الحكومية في مشروعات البنية الأساسية، والتي بطبيعتها تتكون أساساً من سلع وخدمات غير قابلة للتبادل التجاري .

ومن ناحية أخرى تشير هذه النتائج إلى أن الزيادة في معدل التدفقات الرأسمالية الخارجة الصافية ( والنقص في التدفقات الرأسمالية الداخلة ) سيؤدى إلى تخفيض حقيقي في قيمة العملة. وهذه النتيجة تتوافق مع ما حدث في مصر مؤخراً بعد تضمين الإصلاح الاقتصادي عام 1991، حيث ارتفع الرقم القياسي لسعر الصرف الحقيقي بثبات بسبب الزيادة الكبيرة في معدل التدفقات الرأسمالية الداخلة. أيضاً تشير المعنوية الإحصائية لمعامل الانفتاح إلى أن اقتصاداً أكثر انفتاحاً وتحرراً يجب أن يضم قيمة توازنية منخفضة من سعر الصرف الحقيقي

[31] يتوافق ذلك مع منهجية البحث العام فالخاص، والتي لاقت تأييداً واسعاً من قبل الباحثين في الوقت الحالي، وتعد هذه المنهجية أفضل من المنهجيات الأخرى، انظر (1994) Hall.

عنه في حالة الاقتصاد المغلق. ويتضح ذلك بقوة مع النظر إلى ما حدث خلال منتصف وأواخر السبعينات عندما تم تحرير النظام التجاري للدولة والبدء في الانفتاح على العالم الخارجي، مما أدى بدوره إلى فترة انخفاض القيمة المشاهدة من سعر الصرف الحقيقي.

وأخيراً، فإنه يتضح أن معدل التبادل التجاري له أثر معنوي موجب على القيمة التوازنية لسعر الصرف الحقيقي ومن ثم فإن التحسن في هذا المعدل سيؤدى إلى انخفاض القيمة التوازنية لسعر الصرف الحقيقي. وتوضح هذه النتيجة أنه في الحالة المصرية،[32] بعكس الحال في معظم الدول النامية الأخرى، يفوق أثر الإحلال الذي ينشأ من التحسن في معدل التبادل التجاري أثر الدخل الذي يحدث في نفس الوقت. ومن ثم فإن تدهور معدل التبادل التجاري في مصر خلال النصف الثاني من الثمانينات من الممكن أن يفسر جزئياً سبب حدوث ارتفاع متزامن في قيمة سعر الصرف الحقيقي.

و باختصار، فمن النتائج الواضحة في الجدول (4) يتضح بعض النتائج المرضية. حيث تظهر المعاملات طويلة الأجل معنوية إحصائياً عند درجة ثقة 99%، ومن ثم يمكن الاستمرار مع الثقة في أن القيمة التوازنية لسعر الصرف الحقيقي المشتقة من هذه التقديرات ستكون معنوية إحصائياً .

ويستدعى وجود هذه العلاقة طويلة الأجل وجود تناظر لدرجة تكامل المتغيرات الأساسية المستخدمة في النموذج (Cointegration of Fundamental Variables). ولكن قبل البدء في إجراء اختبارات تناظر التكامل يجب أن يتم أولاً تحديد درجة التكامل لكل سلسلة من السلاسل الزمنية للمتغيرات الأساسية. ومن ثم، فقد تم إجراء اختبار جذر الوحدة Unit Root Test على المتغيرات الأساسية و يمكن تلخيص نتائج هذا الاختبار في الجدول (4).

---

32 لمزيد من التفاصيل حول أثر معدل التبادل التجاري على الرقم القياسي لسعر الصرف الحقيقي التوازنى في الدول النامية ارجع إلى Edwards(1989).

**الجدول (4): ملخص لاختبارات جذر الوحدة للمتغيرات الأساسية في مصر (1970-2001).[1/]**

| | ADF (0) [/2] | ADF (K) [/3] | درجة التكامل | النوع |
|---|---|---|---|---|
| **LRER -1** | -1.787 | -2.852 (4) | I (1) | ساكنة بعد أخذ الفروق الأولى |
| **DLRER** | -3.237* | -6.536 | | |
| **LTOT-2** | -1.818 | -1.508 (1) | I (1) | ساكنة بعد أخذ الفروق الأولى |
| **DLTOT** | -6.178** | -12.116 | | |
| **LCONS [/4]-3** | -1.581 | -2.112 (2) | I (1) | ساكنة بعد أخذ الفروق الأولى و لكن عند مستوى معنوية 10% |
| **DLCONS** | -4,503** | -3.200 (4) | | |
| **LGCF-4** | -2.305 | -2.578 (3) | I (1) | ساكنة بعد أخذ الفروق الأولى |
| **DLGCF** | -7.062** | -4.907**(1) | | |
| **LOPENESS -5** | -2.035 | -2.482 (3) | I (1) | ساكنة بعد أخذ الفروق الأولى |
| **DLOPENESS** | -3.738** | -4.154**(1) | | |
| **LCFLOWS-6** | -2.93 | -1.590 (2) | I (1) | ساكنة بعد أخذ الفروق الأولى |
| **DLCFLOWS** | -5.592** | -8.861 (1) | | |

1/ اختبار جذر الوحدة يبنى على اختبار ديكى فولر الموسع(Augmented Dicky Fuller ADF) بحد ثابت و لكن بدون اتجاه خطى (Linear Trend)، ويعتمد هذا الاختبار على إجراء انحدار إضافي مساعد (Auxiliary Regression) وهو $\Delta X_t = \alpha_0 + \alpha_1 X_{t-1} + \Sigma\, \alpha_i \Delta X_{t-1}$. وترمز العلامة (*) أو (**) بجانب الإحصاءات إلى أن هذا الإحصاء معنوى عند درجة معنوية 5% و 1% على التوالى، وذلك وفقاً للقيم الحرجة Critical value استناداً إلى McKinnon(1991) ومن ثم تأكيد رفض فرض العدم لاختبار جذر الوحدة عند المستويات المعنوية المقابلة .

2/ اختبار ديكى فولر الموسع بفترة إبطاء صفر ADF (0) يعد مقابلا لاختبار ديكى فولر البسيط (Dickey Fuller Test) .

3/ إن المعيار المتبع لاختيار فترة الإبطاء (Lag K) هو اختيار أعلى قيمة لفترة الإبطاء (K) بحيث تكون $\alpha_i$ المقابلة لها معنوية، ومن ثم بأقل قيمة لتوزيع t الاحتمالى، وذلك لضمان أعلى مستوى من الدقة لوصف عملية توليد البيانات وتجدر الإشارة إلى أن اختبار ديكى فولر الموسع هو إحصاء t على معامل $X_{t-1}$ .

4/ يحتوى اختبار ديكى فولر الموسع (ADF Test) على اتجاه خطى

**، * يشيران لدرجة معنوية بمستوى 1% و 5%، على التوالي.

أكد اختبار سكون المتغيرات الأساسية عدم سكون جميع المتغيرات، حيث توضح النتائج المسجلة بالجدول (4) أن جميع المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى (1) I. وتتفق خاصية السكون بعد أخذ الفروق لسعر الصرف الحقيقي الثنائى مع الدراسات التطبيقية الأخرى التي تمت على سعر الصرف الحقيقي. وبالنسبة للاستهلاك الحكومي، فيوضح اختبار ديكى فولر الموسع أنها سلسلة متكاملة من الدرجة الأولى فقط عند مستوى معنوية 10% .

ومن ثم، فان هذه النتائج سوف تؤثر بصورة جوهرية على طريقة التقدير على النحو الآتي: بما أن جميع المتغيرات الحقيقية سلاسل متكاملة من الدرجة الأولى (1) I فمن ثم يجب ضمها في نموذج تقدير سعر الصرف الحقيقي في الأجل القصير بعد أخذ الفروق الأولى، وإلا فان تطبيق طريقة المربعات الصغرى على سلاسل غير ساكنة سوف يؤدى إلى وجود مقدرات لا تتبع التوزيع الطبيعي (Non-Standard Distribution) .

والأكثر من ذلك أنه إذا كانت توجد علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات الحقيقة الأساسية (الأساسيات) وفي ضوء النتائج السابقة التي تؤكد أن جميع المتغيرات لها درجة تكامل من الدرجة الأولى فسوف تقدم آلية تصحيح الخطأ (Error Correction Mechanism) (ECM) توصيف ملائم يربط بين القيم المشاهدة لهذه المتغيرات في الأجل القصير ومسارها التوازنى في الأجل الطويل، وفضلاً عن ذلك فإن العلاقة التوازنية تعنى انه لا يمكن لأي من المتغيرات التحرك باستقلال عن الآخر (Enders1995) .

وهذا ينقلنا إلى الخطوة التالية وهى إجراء اختبارات تناظر التكامل التي تختبر وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات الأساسية. ولهذا الغرض يتم إجراء اختبارين، الأول: اختبار السكون (Stationarity) أو تحديد وتحليل درجة تكامل الخطأ في انحدار تناظر التكامل. الثاني: إجراء اختبار جذر الوحدة للمتغيرات المفسرة متناظرة التكامل (Test For Cointegrated Regressors) .

وتؤكد نتيجة الاختبار السابق رفض فرض العدم الذي يفترض عدم وجود تناظر للتكامل (No Cointegration) حيث وجد أن حد الخطأ متغير ساكن متكامل من الدرجة صفر (0) I

وذلك كما هو موضح في الجدول (5)، بينما أظهر الاختبار اللاحق، والموضح في الجدول (6) قبول جميع المتغيرات الظاهرة في انحدار تناظر التكامل كمتغيرات طويلة الأجل عند مستوى معنوية مقبول. وبالتالي، تؤكد النتائج على رفض فرض العدم الخاص بعدم وجود تناظر التكامل، ومن ثم يمكن تقدير نموذج تصحيح الخطأ لسعر الصرف الحقيقي (Estimate an ECM Specification For RER) .

**الجدول (5): اختبار ديكى فولر الموسع لآلية تصحيح الخطأ (T=27، حد ثابت )**

**Augmented Dickey -Fuller tests for ECM (T=27 ,constant )**

| درجة التكامل | ADF (K) | DF (0) | |
|---|---|---|---|
| I (0) | 4.537** (1) | 4.301** | **ECM -<br>تناظر التكامل لعنصر المتبقى** |

**الجدول (6): اختبار معنوية الأساسيات**

| Unit-root-test | Prob | Value | F-test | |
|---|---|---|---|---|
| | 0.00** | 25.703 | F (1,26) | **Constant** |
| 2.4604 | 0.0208* | 6.0535 | F (1,26) | **LTOT** |
| -2.8627 | 0.0082** | 8.195 | F (1,26) | **LGCONS** |
| -6.4993 | 0.00** | 42.241 | F (1,26) | **LGCF** |
| 5.6882 | 0.0114* | 7.4135 | F (1,26) | **LCOUTFLOW** |
| 2.7228 | 0.00** | 32.356 | F (1,26) | **LOPENESS** |

**، * يشيران لدرجة معنوية بمستوى 1% و 5%، على التوالي.

وتجدر الإشارة قبل البدء في تقدير نموذج تصحيح الخطأ ECM إلى محدودية عدد المشاهدات المتاحة، وبالتالي صعوبة الحصول على نموذج دقيق لتصحيح الخطأ[33]. ومن ثم يجب توخى الحذر عند تفسير النتائج، وسوف يتضمن توصيف هذا النموذج العام لتصحيح الخطأ متغيرات حتى فترة الإبطاء الثانية [34] وذلك تجنباً لمشكلة الارتباط التسلسلي (Serial Correlation) التي قد تظهر نتيجة لعدم إمكانية توصيف الديناميكية (Misspecified Dynamics)، أي نتيجة لاستبعاد القيم المبطأة للمتغيرات المفسرة. كذلك سوف تتم عملية الاستبعاد المتتالي لفترات الإبطاء الغير معنوية.[35]

ومن ثم فانه يمكن توصيف نموذج تصحيح الخطأ المقدر باستبعاد فترات الإبطاء الغير معنوية فقط على النحو التالي:

$$\Delta \text{Log } RER_t = \alpha_0 \, \Delta \text{Log } RER_{t-1} + \alpha_1 \, ECM_1 + \alpha_2 \, \Delta \log (TOT)_t + \alpha_3 \, \Delta \log (GCONS)_{t,} + \alpha_4 \log \Delta (GCF)_t + \alpha_5 \log \Delta (OPENESS)_t + \alpha_6 \, \Delta (KAPOUTFLO)_t + \alpha_7 \log (NOMDEV)_t + \alpha_8 \log \Delta (IIFLATION)_t + \alpha_9 \log \Delta (OTHER)_t + V_t \quad (3)$$

ويعرض الجدول (7) نتائج تقدير هذا النموذج حيث تدعم النتائج توصيف نموذج تصحيح الخطأ حيث أن المعامل السالب لحد تصحيح الخطأ معنوي. و يتضمن هذا الحد مكون النظرة المستقبلية في ديناميكية سعر الصرف الحقيقي، ومن ثم تشير المرونة المقدرة بقيمة (0.328-) في حالة مصر إلى أن تقويم القيمة الفعلية لسعر الصرف الحقيقي في فترة سابقه بأعلى من قيمتها سوف تؤدى إلى تخفيض ذاتي للقيمة في الفترة القادمة ومن ثم تجعله أقرب إلى قيمته المثلى في الأجل الطويل. وهذا الإصلاح التلقائي المقدر يعد أكبر من المتوسط

---

[33] وهذا يلقى ببعض الشك حول جدوى المشاهدات التطبيقية .

[34] وهذا يعنى أن المتغيرات ستتضمن في النموذج حتى فترة الإبطاء الثالثة إذا ما وضع في الاعتبار الحالة الأولية للمتغيرات قبل أخذ الفروق (Level Formulation).

[35] حول مزيد من التفاصيل حول نتائج التقديرات انظر الملحق الفني.

الذي حصل عليه Edwards (1989) الذي وصل إلى (0.19-) في دراسة له على 33 دولة نامية. ويلاحظ أيضاً أن معامل القيمة المبطأة لسعر الصرف الحقيقي كبير ومعنوي.

وبالإضافة إلى ذلك فقد أظهرت الدراسات أنه حتى في الأجل القصير فإن سعر الصرف الحقيقي يتأثر بالتقلبات المؤقتة و القصيرة للمتغيرات الأساسية. إلا أن هذا التأثير ليس معنوياً كما هو في حالة حد التصحيح التلقائي (Automatic Adjustment Term)، كما أنه أقل بكثير من المرونات في الأجل الطويل. إن إجمالي الآثار (المعاصرة زائد المبطأة) لكل من الإنفاق الحكومي ومعدل الاستثمار، سالبة و متسقة مع الآثار المرادفة له في الأجل الطويل، مما يترتب عليه أن عدم استمرارية نمو هذه المعدلات سوف يحث على ارتفاع في سعر الصرف الحقيقي مع تقويمه لاحقاً بأعلى من قيمته و ذلك إذا كان يحقق نمواً دائماً بنسب متسارعة.

كما أوضحت النتائج وجود مرونة موجبة لكل من مقياس درجة الانفتاح ومقياس تدفق رؤوس الأموال الخارجة في الأجل القصير مشابهة لتلك في الأجل الطويل، إلا أن مقياس درجة الانفتاح له معنوية فقط في الأجل القصير، وأخيراً يتضح أن لمعدلات التبادل التجاري أثراً سلبياً في الأجل القصير بينما أثرها الإجمالي بعد الأخذ في الاعتبار عنصر الإبطاء يعود ليشير إلى مرونة موجبة، كما هو الحال في اختبار تناظر التكامل.

وبالنسبة إلى تأثير الصدمات الناجمة عن اتباع سياسات معينة فتشير النتائج أن السياسات الكلية التوسعية سواء في شكل فائض في عرض الائتمان و/ أو في شكل نسبة مرتفعة من عجز الميزانية سوف تؤدى إلى ارتفاع معدل التضخم. وبما أن للتضخم مرونة سالبة، كما اتضح من نموذج تصحيح الخطأ المقدر فإن مثل هذه السياسات التوسعية سوف تحث على ارتفاع سعر الصرف. فعلى الرغم من صغر المعامل المقدر (0.032-) إلا أن اتباع سياسات توسعية لخمس سنوات قد يولد اختلالاً في التوازنات.

وأخيراً، فإن المعامل المقدر للتخفيض الأسمى سوف يمدنا بآخر عنصر في تحليل ديناميكية سعر الصرف الحقيقي. وتوضح النتائج أن الأثر في الأجل القصير (مع تجاهل أثر الإبطاء) معنوياً بدرجة كبيرة، إلا أن قيمته صغيرة نسبياً (0.006). وهذا يثبت وجهة النظر القائلة بأنه إذا تم البدء بسعر صرف مقوم بأعلى من قيمته، فإنه يمكن لواضعي السياسة استخدام التخفيض الأسمى، حتى يمكن الإسراع بعملية تقارب سعر الصرف الحقيقي باتجاه قيمته التوازنية المثلى. ولكن فقط في حالة القضاء على المصدر الفعلي لاختلال التوازنات فإن هذه السياسة سوف تخدم فقط كأداة صالحة في الأجل القصير.

بإيجاز فإن النتائج تبرهن على أن توصيف نموذج تصحيح الخطأ لسعر الصرف الحقيقي تشمل ديناميكية سعر الصرف الحقيقي في الأجل القصير. ويتضح أيضاً صحة الافتراض بأن مسار الإصلاح لسعر الصرف الحقيقي باتجاه قيمته التوازنية يتأثر (بالإسراع والإبطاء) بالسياسات قصيرة الأجل، مثل السياسات النقدية والمالية التي يترتب عليها التضخم والانخفاض الأسمى في قيمة العملة. ومن ثم فإن كل من التغيرات الأسمية والحقيقية تؤثران على السلوك الديناميكي قصير الأجل لسعر الصرف الحقيقي.

**الجدول (7): انحدار تصحيح الخطأ في الأجل القصير لمصر: المتغير التابع DLRER**
**فترة العينة (1972-2001)**

| T-Prob | T-Value | Std Error | Coefficient | |
|---|---|---|---|---|
| | 7.54 | | 0.907 | **DLRER_1** |
| | -0.876 | | -0.0616 | **DLTOT** |
| | 1.35 | | 0.1117 | **DLTOT_2** |
| | 1.36 | | 0.4209 | **DLGCONS** |
| | -1.81 | | -0.6033 | **DLGCONS_2** |
| | -1.64 | | -0.1583 | **DLGCF** |
| | 1.24 | | 0.1151 | **DLGCF_2** |
| | 2.81 | | 0.336 | **DLOPENESS** |
| | -1.51 | | -0.1805 | **DLOPENESS_2** |
| | 1.17 | | 0.0022 | **DLCOUTFLOW** |
| | -1.84 | | -0.3279 | **ECM_1** |
| | 8.15 | | 0.0061 | **NOMDEV** |
| | -7.42 | | -0.0066 | **NOMDEV_1** |
| | -1.45 | | -0.0032 | **DLINFLATION** |
| **$R^2 = 0.781$** | | | **DW 1.8** | |

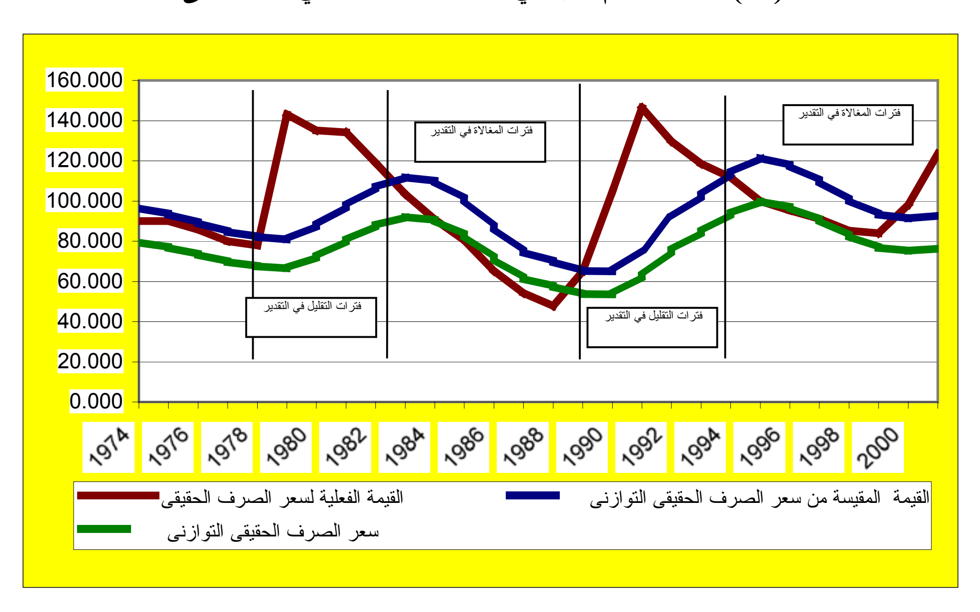
وكما ذكر سابقاً، فإن المعادلة (2) تمثل سلوك القيمة التوازنية لسعر الصرف الحقيقي في الأجل الطويل. وباتباع منهج El Badaawi (1994) and Edwards (1989) فإن تقدير القيمة التوازنية لسعر الصرف الحقيقي لمصر في الأجل الطويل $LogRER_t$*، سيتم على النحو التالي :سيتم استخدام المعاملات المقدرة لانحدار التكامل المتناظر في الأجل الطويل، في حين سيتم استبعاد المتغيرات النقدية (الأسمية) حيث يفترض أن لها مرونة صفرية في الأجل الطويل. وهذا يقصر تكوين القيمة التوازنية لسعر الصرف الحقيقي على إعادة تكوين سلسلة زمنية ملائمة تعكس قيماً مستمرة أو دائمة لأساسيات القيمة التوازنية لسعر الصرف الحقيقي المتضمنة في انحدار تناظر التكامل. وخلال ذلك، سوف يتم استخدام متوسط متحرك لفترة خمس سنوات للمتغيرات الأساسية، وذلك لتقليل حدة التقلبات الوقتية المشاهدة في هذه السلاسل. وهذا من شأنه تخفيض عدد المشاهدات المتاحة بخمس مشاهدات. ويلاحظ أن الحد الثابت لم يتم تسليسه و ذلك لأسباب واضحة. وبعد تكوين الرقم القياسي للقيمة التوازنية لسعر الصرف لمصر وفقاً للأسلوب السابق عرضه، سوف يتم تطبيع الرقم القياسي (Index Will Be Normalized) باستخدام معيار التوازن الخارجي المقترح والمطبق من قبل (1994) El Badawi وذلك لضمان أن مؤشر التوازن سوف يعكس تزامن التوازن الداخلي والخارجي. وبوجه خاص فإن الرقم القياسي للقيمة التوازنية الفعلية لسعر الصرف الحقيقي سيتم تقييسه (Scaled) بحيث تتساوى قيمته في المتوسط مع متوسط الرقم القياسي للقيمة التوازنية الفعلية لسعر الصرف الحقيقي في سنوات توازن حساب ميزان المدفوعات المصري.[36]

ويوضح الشكل (10) السلاسل الزمنية لكل من الرقم القياسي للقيمة الفعلية الثنائية لسعر الصرف الحقيقي وكذلك القيمة التوازنية لسعر الصرف الحقيقي للفترة 1974-2001. فمعدل فعلى أعلى (أقل) من القيمة التوازنية يوضح أن سعر الصرف الحقيقي مقدر بأقل (أعلى ) من قيمته. ويوضح الشكل (11) الفرق بين القيمة الفعلية والتوازنية للمؤشرين خلال نفس الفترة.

---

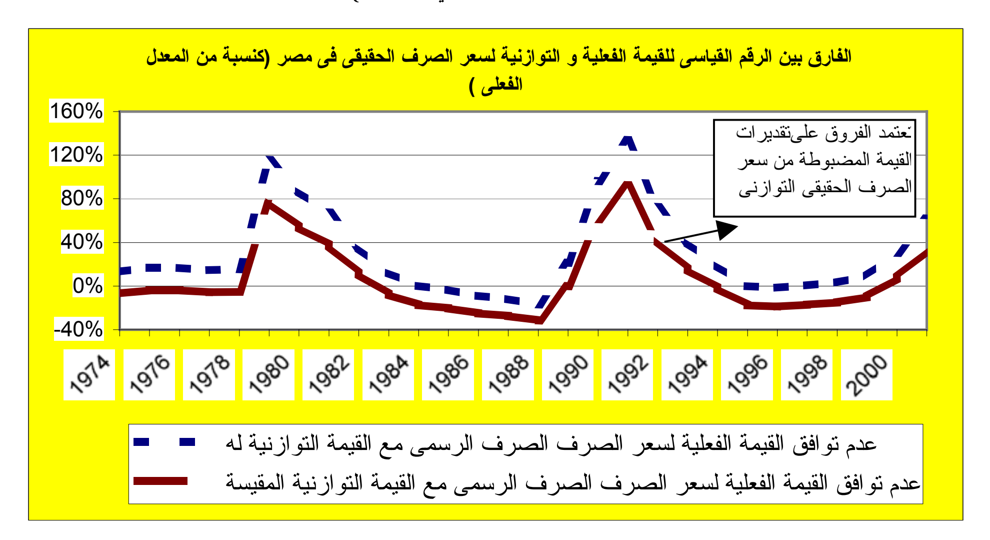
[36] تمثل السنوات 1979، 1986، 1988 و 1993 السنوات التي تمتعت فيها مصر بفترات توازن للميزان الخارجي.

**شكل (10): تطور الرقم القياسي لسعر الصرف الفعلي و التوازنى**




**شكل (11): تطورات عدم التوافق في سعر الصرف الحقيقي**

**RERMIS={ ( القيمة الفعلية لسعر الصرف الحقيقي – القيمة التوازنية لسعر الصرف الحقيقي )/ القيمة الفعلية لسعر الصرف الحقيقي *100 }**



ومن خلال هذه الأشكال يتضح بعض المعالم البارزة التي يمكن إجمالها على النحو التالي: أولاً، يظهر الرقم القياسي للقيمة التوازنية لسعر الصرف الحقيقي درجة عالية من عدم الثبات خلال فترة الدراسة. والذي يمكن أن يفسر جزئياً السلوك المتقلب الكبير والظاهر في سعر الصرف الحقيقي، في حين أن سياسات سعر الصرف والسياسات المالية الكلية من الممكن أن تكمل هذه التقلبات الملاحظة في سعر الصرف الحقيقي. وقد تم تفسير هذه النقاط في El Badawi (1994) باعتبارها أحد البراهين الهامة التي تعارض استخدام منهج تعادل القوة الشرائية في تحليل عدم توافق سعر الصرف الحقيقي. تعكس تحركات الرقم القياسي لسعر الصرف الحقيقي التوازني تغيرات هيكلية حقيقة كبيرة، وكذلك تعكس التغيرات السياسية التي حدثت في الاقتصاد المصري في خلال العقود الثلاثة الماضية.

والأكثر أهمية من ذلك، أن الرقم القياسي لسعر الصرف الحقيقي التوازني المقييس (Scaled ERER) الذي تم إنشائه من الممكن استخدامه بنجاح لتفسير فترات الزيادة والنقصان في تقدير العملة التي حدثت لسعر الصرف في الاقتصاد المصري، وكذلك تغيرات الأنظمة السياسية التي تمت خلال فترة الدراسة. فعلى سبيل المثال، وفقاً للشكل (7) يمكن اعتبار الفترة حتى عام 1987 فترة تقدير طفيف للعملة بأكثر من قيمتها في حين أنه تم عكس هذا السلوك مع التخفيض الكبير للعملة المحلية الذي حدث في عام 1979. وقد أدى هذا التخفيض في قيمة العملة إلى أن شهدت الدولة فترة تقدير للعملة بأقل من قيمتها، حيث أصبحت العملة أكثر تخفيضاً في قيمتها الحقيقة عنها في قيمتها التوازنية بحوالي 77% عام 1979. ومن ثم فقد استمر هذا التخفيض في قيمة العملة حتى وصلت إلى حوالي 12% عام 1982.

وقد شهد الرقم القياسي للقيمة التوازنية لسعر الصرف الحقيقي أيضاً فترات عديدة وممتدة من تقدير لقيمة العملة بأكثر من قيمتها الحقيقة وقد حدث ذلك في معظم فترة الثمانينات مما أدى إلى تبنى مزيج من السياسات الكلية التوسعية والغير دائمة وفي الوقت نفسه الإبقاء على نظام سعر الصرف الثابت، وكذلك القيود التجارية التي تم فرضها بالإضافة إلى الزيادة في التدفقات الرأسمالية الداخلة. ولكن حدثت تخفيضات كبيرة ومتتالية في أعوام 1990 و 1991، بالإضافة إلى تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي في فترة التسعينات والذي تم في

إطاره تبنى سياسات كلية صارمة أدت بدورها إلى إنهاء هذا التقدير المبالغ فيه في قيمة العملة. وقد تبع ذلك انخفاض شديد في تدفقات رؤوس الأموال الداخلة التي حدثت في بداية التسعينات.

ولكن أشار الرقم القياسي التوازنى المقييس إلى فترة مبالغة في التقدير في النصف الثاني من التسعينات، وكانت هذه المبالغة ترتفع حتى وصلت لحوالي 20% عام 1996 قبل أن تأخذ في الانخفاض وتقترب مرة أخرى من مستواها التوازنى مع نهاية عام 1999. ويرجع ذلك أساساً لاتباع سياسة مالية غير صارمة وغير مستمرة من قبل الحكومة تهدف إلى تمويل المشروعات الضخمة التي تحتاجها لتحقيق معدلات النمو المرتفعة المنشودة.

**الجدول (8): الملخص الإحصائي للقيمة المقيسة التوازنية لسعر الصرف الحقيقي لمصر**

| الفترة | الوسط الحسابى | الانحراف المعيارى | القيمة العظمى- القيمة الدنيا | القيمة الدنيا | القيمة العظمى |
|---|---|---|---|---|---|
| **1974-79** | 87.856 | 6.355 | 15.759 | 96.595 | 80.836 |
| **الثمانينات** | 91.187 | 16.965 | 46.634 | 111.858 | 65.225 |
| **التسعينات** | 98.094 | 16.711 | 56.510 | 121.526 | 65.016 |
| **1970-2001** | 93.433 | 15.350 | 56.510 | 121.526 | 65.016 |

بالإضافة إلى ذلك، يشير الملخص الإحصائي في الجدول رقم (8) إلى أن الرقم القياسي لسعر الصرف الحقيقي التوازنى يظهر بعض الملامح الآتية: أولاً، استقرار القيمة التوازنية لسعر الصرف الحقيقي لمصر خلال فترة السبعينات مع تأرجح واضح في هذا الاتجاه في الفترات اللاحقة، حيث ارتفع الفرق بين القيم العليا والدنيا للرقم القياسي المقييس من 16 نقطة في السبعينات إلى 46.6 نقطة في الثمانينات ثم إلى 56.6 نقطة في التسعينات. ثانياً، لا يظهر الرقم القياسي سعر الصرف الحقيقي التوازنى اتجاه عام محدد على المدى الطويل، حيث ظل الرقم يتذبذب خلال فترة الدراسة. أخيراً بالرغم من التقلب في الرقم القياسي لسعر الصرف الحقيقي التوازنى، فقد شهد سلوكاً دورياً خلال فترة الدراسة غير مصحوباً بتغيرات حادة .

**خامساً: ملاحظات استنتاجية**

تهدف هذه الورقة إلى إنشاء رقماً قياسياً للقيمة التوازنية لسعر الصرف الحقيقي في مصر خلال الفترة 1970-2000 وذلك حتى يمكن اكتشاف وتحليل فترات عدم التوازن في سعر الصرف الحقيقي. وقد أكدت التقديرات التطبيقية التي تبنتها الورقة أن سياسات سعر الصرف المتبعة قد أدت إلى حدوث عدم توازن كبير خلال فترة الدراسة، والذي وفقاً للأدبيات الاقتصادية يعتقد أنه يؤدى إلى حدوث أثاراً سلبية على الاقتصاد المصري. وقد ألقت هذه النتائج الضوء على أهمية حماية الوضع الخارج التنافسي للدولة من أثار المزج بين السياسات الكلية الغير دائمة والغير متسقة .

ولكن يجب تفسير هذه المشاهدات على أنها فقط تحليل مبدئي لتطور القيمة التوازنية لسعر الصرف الحقيقي لمصر حيث واجه التقدير بعض أوجه التقصير منها استخدام سعر الصرف الثنائي بدلاً من سعر الصرف الحقيقي الفعال في إطار عملية التقدير، هذا إلى جانب استخدام العديد من المتغيرات الوكيلة بالإضافة إلى محدودية عدد المشاهدات المتاحة. إذاً قابلية تطبيق هذه النتائج يتوقف على المقدرة على التغلب على هذه العقبات .

وتحتوى أنظمة سعر الصرف الثمانية التي تم شرحها في الملحق رقم (4)، والتي تختلف من تطبيق صارم لنظام تثبيت سعر الصرف إلى تطبيق صارم لنظام سعر الصرف المرن، على بعض أوجه القصور وتوضح المنافع والمخاطر المرتبطة بتطبيق كل منها. ولكن، يدعم التحليل منافع تطبيق نظام أكثر مرونة لسعر الصرف المصري وذلك استناداً إلى حالة الأساسيات الكلية الاقتصادية والوضع الخارجي للاقتصاد المصري .وهذه المرونة تعنى في المقام الأول التنازل عن نقطه تثبيت سعر الصرف والبحث عن نقطة تثبيت أخرى اسمية. وثانياً، يتطلب ذلك مزيج مختلف من السياسات المالية والنقدية. ثالثاً، تحتاج إلى إستراتيجية خروج جيدة من حيث التوقيت، التسلسل، الآثار الإعلانية والترتيبات المؤيدة لدعم النظام الجديد بعناصر المصداقية الأساسية.

والأهم من ذلك، يحتاج نظام سعر الصرف المرن إلى أن يكون مرتبطاً ومدعماً بواسطة هدف للتضخم وتبنى قاعدة للسياسة النقدية. ومن تتبع مسار الاقتصاد المصري في الحفاظ على معدلات منخفضة نسبياً من التضخم حتى قبل بداية برنامج الاستقرار في التسعينات، يتضح أن هناك إمكانية عالية للنجاح في إطار استهداف معدل محدد لتضخم، وذلك بسبب نسبة القاعدة النقدية للناتج المحلى الإجمالي. ولا يمكن إنكار أنه لم يتم حتى الآن تبنى سياسة استهداف معدل محدد للتضخم بشكل كبير في الأسواق الناشئة وهناك مناقشات تشكك في جدوى ذلك في الدول النامية مثل مصر. فهناك تشكك حول عدم كفاية كفاءة آلية انتقال السياسة النقدية، جودة البيانات وتحليلها، وتطورات القطاع المالي.

وهذه المشاكل ستؤدى بدورها إلى اعتراض سبيل تطور وتطبيق موضوع استهداف معدل محدد للتضخم. ولكن، استطاع كل من Goldstein(2002) and Taylor (2000) إيجاد حالة استهداف لمعدل محدد للتضخم في حالة غياب نوعية البيئة الاقتصادية والمؤسسية لتلك الموجودة في دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) وقد أكدا على أن: " بعض الشروط المزعومة لنجاح تطبيق استهداف معدل محدد للتضخم من الممكن تطبيقها على نظم العملات الأخرى".[37] والأكثر من ذلك، يمكن تعديل وتثبيت قواعد السياسة النقدية طبقاً لاختيار الأداة، فعلى سبيل المثال، القاعدة النقدية بدلاً من سعر الفائدة في قاعدة تايلور الصارمة " Strict Taylor rule "، أو في المتغيرات التي تحتويها القاعدة ووزنها النسبي، أو إلى أي مدى يتم تغيير الأداة للوصول إلى التغيير المطلوب.[38]

---

[37] انظر Goldstein (2002).

[38] انظر Taylor (2000).

## الملاحق:

### ملحق رقم (1): البيانات

| الاختصار | المتغير | وكيل عن | المصادر |
|---|---|---|---|
| **RER** | سعر الصرف الحقيقي | القدرة التنافسية الدولية | رقم قياسي محسوب |
| **ERER** | القيمة التوازنية لسعر الصرف الحقيقي | | رقم قياسي محسوب |
| **RERMIS** | عدم توازن سعر الصرف الحقيقي | | رقم قياسي محسوب |
| **RGDP** | معدل النمو السنوي الحقيقي للناتج المحلى الإجمالي | التطور التكنولوجى أثر Ricardio-Ballasa effect | |
| **TOT** | معدل التبادل التجاري | درجة ربحية الصادرات | جداول البنك الدولي في الفترة (1970-1990) و IFS للفترة |
| **GCONS** | نسبة الاستهلاك الحكومي من الناتج المحلى الإجمالي | الإنفاق الحكومي على السلع الغير داخلة في التجارة | IFS |
| **GCF** | تكوين رأس المال الإجمالي | معدل الاستثمار | IFS |
| **OPENESS** | (الصادرات+الواردات)من السلع والخدمات/ الناتج المحلى الإجمالي | شدة القيود التجارية | IFS |
| **COUTFLOWS** | صافي رؤوس الأموال الخارجة = (صافي التغير في الاحتياطات الدولية – الميزان التجاري ) | شدة القيود على رأس المال | IFS |
| **STDCAR** | نسبة الدين في الأجل القصير إلى متحصلات الحساب الجاري | نسبة خدمة الدين | نسبة محسوبة |
| **NOMDEV** | التخفيض الأسمى لسعر الصرف الرسمي | | IFS |
| **INFLATION** | | لحساب درجة التوسع في السياسات الاقتصادية الكلية | IFS |
| **BMP** | علاوة السوق السوداء | التطور في السوق السوداء للنقد الأجنبي | نسبة محسوبة |
| **NOMDEV** | التخفيض الأسمى لسعر الصرف الرسمي | سياسة سعر الصرف الرسمية | IFS |

المصادر الرئيسية للبيانات هي ( الإحصاءات المالية الدولية IFS) ونظرة على الاقتصاد العالمي (World Economic Outlook) الخاصة بصندوق النقد الدولي، (الجداول العالمية وجداول الدين العالمية) الخاصة بالبنك الدولي، البنك المركزي المصري، وزارة المالية، والجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء (CAPMAS).

- بما أن السلسة الزمنية TOT المستخدمة في هذه الورقة تعتمد على بيانات مشتقة من مصدرين مختلفين فإنه قد تم تطبيق تقييس مشترك على البيانات الأصلية.

NOMDEV تفترض هذه الورقة كونها أداة من أدوات السياسة المتبناة من قبل الحكومة لتحقيق انخفاض حقيقي في قيمة العملة ومن ثم تعامل كمتغير خارجي.

**ملحق رقم (2): تقدير النموذج باستخدام مجمل انتاجية عوامل الإنتاج**

**Total Factor Productivity (TFP)**

يتضح أن مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج TFP متغير مفسر غير معنوي، ومن ثم سوف يتم إسقاطه من النموذج حتى يمكن الحصول على نموذجاً أكثر تقنيناً وقابلية للتطبيق (More Parsimonious and Valid Model) . وبعمل ذلك يكون قد اتبعت طريقة الانحدار من العام للخاص (General to Specific Regression Method). ومن ثم يمثل هذا النموذج الأصلي باستخدام جميع المتغيرات، وحيث يمكن ملاحظة عدم معنوية TFP فإنه تم إسقاطه من النموذج. ويمكن عرض نتائج هذا الانحدار من خلال الجدول الآتي:

**الجدول (9): انحدار LRER باستخدام طريقة المربعات الصغرى مع إدخال مجمل انتاجية عوامل الإنتاج**

| | Coefficient | Std.Error | t-value | t-prob | Part R^2 |
|---|---|---|---|---|---|
| **Constant** | 2.45110 | 0.5393 | 4.54 | 0.000 | 0.4625 |
| **LTOT** | 0.301389 | 0.1606 | 1.88 | 0.073 | 0.1280 |
| **Lgcons** | -0.237401 | 0.1310 | -1.81 | 0.02 | 0.1204 |
| **LGCAPF** | -0.803031 | 0.1259 | -6.38 | 0.000 | 0.6288 |
| **LcapitalOutflow** | 0.0487708 | 0.01874 | 2.60 | 0.016 | 0.2201 |
| **Lopeness** | 1.00803 | 0.1752 | 5.75 | 0.000 | 0.5798 |
| **TFP** | 0.215876 | 1.042 | 0.207 | 0.838 | 0.0018 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| **Sigma** | 0.135302 | RSS | 0.439357356 |
| **R^2** | 0.787599 | **= F(6,24)** | 14.83[0.000]** |
| **Log-likelihood** | 21.9876 | **DW** | 1.81 |
| **عدد المشاهدات** | 31 | **عدد المعلمات** | 7 |
| **Mean(LRER)** | 4.53452 | **Var(LRER)** | 0.0667268 |

## ملحق رقم (3): الملحق الفني

### المتغيرات الاسمية في مصر : ملخص اختبارات جذر الوحدة

| النوع | درجة التكامل | ADF (K) | ADF (0) | |
|---|---|---|---|---|
| ساكنة الاتجاه | I (0) | -12.196 | -3.257* | **NOMDEV-1** |
| | | -4.074** (1) | -5.964** | **DNOMDEV** |
| ساكنة بعد أخذ الفروق الأولى | I (1) | -0.9149 (4) | -2.081 | **INFLATION-2** |
| | | -5.913** (1) | -9.129** | **DINFLATION** |
| ساكنة الاتجاه | I (0) | -3.074 | -1.573 | **BMP-3** |
| | | -13.516 | -2.538 | **DBMP** |

### النموذج العام : معادلة الثبات طويلة الأجل لـ LOGRER
### التقدير باستخدام طريقة المربعات الصغرى (1970-2001)

| T-Prob | T-Value | Std Error | Coefficient | |
|---|---|---|---|---|
| 0 | 4.85 | 0.629 | 3.052 | **CONSTANT** |
| 0.042 | 2.15 | 0.157 | 0.337 | **LTOT** |
| 0.028 | -2.34 | 0.23 | -0.538 | **LGCONS** |
| 0 | -4.42 | 0.248 | -1.096 | **LGCF** |
| 0.361 | 0.932 | 0.058 | 0.054 | **LOPOENESS** |
| 0.026 | 2.38 | 0.406 | 0.014 | **LKAPOUTFL** |
| 0 | 4.48 | 0.247 | 1.107 | **LRGDP** |
| 0.343 | 0.967 | 0.075 | 0.072 | **LSTD** |
| | | DW= 1.67 | | $R^2 = 0.797$ |

**ملحق رقم (4): وصف لنظم سعر الصرف الأجنبي**

| النظام | الوصف | الملاحظات |
|---|---|---|
| **التعويم الحر Free Float** | حرية كاملة لقوى السوق | رغم إمكانية تطبيقه من الناحية النظرية إلا انه عملياً من النادر استمراره لفترة طويلة حيث يرغب البنك المركزي في العادة في التدخل بدرجة محددة. |
| **التعويم المدار Managed Float** | يتدخل البنك المركزي ولكن عادة للحد من التقلبات فقط | شائع الوجود، المشكلة أن البنك المركزي لا يعرف ما إذا كانت حركة سعر الصرف هي تقلب قصير الأجل أم علامة على وجود اتجاه أساسي. |
| **الربط مع الزحف Crawling Peg** | يتدخل البنك المركزى في تحقيق تعديل خاضع للسيطرة في سعر الصرف وعادة ما يكون ذلك بصورة مستمرة | موجود بصورة أكثر شيوعاً ولكن مستمر فقط في حالة اتفاق السوق مع رؤية البنك المركزى لتعديل مسار المعدل. ويمكن أن تكون الإصلاحات وفقاً لصيغة ما ( مثال: للتأثير على الربط بسلة من العملات أو لتعكس اختلاف معدلات التضخم مع الدول المنافسة، وعادة ما يتم نشر صيغة أو قواعد التعديل الأخرى |
| **ثابت مع هامش أو منطقة مستهدفة Fixed with margin or Target Zone** | يسمح له بالتقلب في حدود هذا الهامش ولكن يتدخل البنك المركزي لمنع المعدل من تعدى هذا الهامش | مثل نظام النقد الأوروبى الذي يعمل في ظل هامش يتراوح بين حدى 21/2% و15% فإذا ما اقترب المعدل أو وصل للحد فان البنك المركزى يواجه اختيارات و تحديات كما هو الحال في نظام الصرف الثابت |
| **ثابت ولكن قابل للتعديل Fixed but Adjustable** | ثابت، (ويتدخل البنك المركزى إذا لزم ذلك) لفترات ممتدة، وهو وإن كان في حدود هوامش ضيقة إلا أنه قابل للتعديل في حالة عدم التوازن أو في حالة وجود ضغوط لا يمكن تحملها | نظام Bretton Woods حيث كان الحد الأقصى لهامش التقلبات 1% على أى من جانبى النسبة المعلنة مقابل الدولار، وقد شاع استخدام هذا النظام في الفترة 72-1945 |
| **ثابت من قبل البنك المركزي Fixed by Central Bank** | يعد نسخة أكثر صرامة وشدة من نظام ثابت ولكن قابل للتعديل Fixed but adjustable | يقصد الثبات الدائم (Indefinite Fixity) ولكن لا يمكن ضمانه، قد يكون الإصلاح ضرورياً حتى وإن لم يتم صراحة الاعتراف بإمكانية قياسه، خلافاً لذلك يحظر التدخل. نادراً هذه الأيام ولكن قد يظهر كمقدمة للاتحاد النقدى الأوروبى. بعض الأمثلة التاريخية لإرجاء الثبات إذا ما كانت هناك تعبئة منخفضة أو قيود على رأس المال (مثال: الجنيه البريطاني والجنيه الإيرلندي حتى 1979) |
| **ثابت بمجلس النقد (معيار الذهب) Fixed by Currency board or a gold standard** | النقود الأساسية (= العملة+ ميزانية البنوك لدى البنك المركزى) ولابد من تغيطها بالكامل بالعملة الأجنبية (الذهب) عند معدل ثابت | نظام آلي وصارم يضمن تحول النقود الأساسية عند معدل ثابت ومن ثم بالمراجحة أو الموازنة Arbitrage يتضمن سعر قريب من معدل السوق، إلا أن الضغط على مكان آخر داخل الاقتصاد ( مثال: على البنوك، الأنشطة أو الأسعار) قد يزيد الضغوط السياسية لتغيير المعدل أو للتنازل عن نظام مجلس النقد |
| **عملة موحدة Unified Currency** | التنازل عن العملة المستقلة واتباع عملة أخرى | وهنا يظهر تساؤل حول ما إذا كانت الدولة تابعة بالكامل لدولة أخرى في تحديد السياسة النقدية ونيل الرسوم أو يسمح لها بحصة |

المصدر: Latter (1996).

## المراجع:


1. Assal, M. 1995. "Cost of the Nominal Exchange Rate Anchor: The Case of Egypt", Gteborg University, Sweden. mimeo.

2. Corden, W. 1984. "Booming Sector and Dutch Disease Economics: Survey and Consolidation", *Oxford Economic Papers*, Vol. 36, pp. 359-380.

3. Dailami, M. and H. Dinh. .1991. "Interest Rate Policy in Egypt: Its Role in Stabilization and Adjustment", *World Bank WPS 655*. Washington, D.C: World Bank.

4. Dailami, M. and N. Ul Haque. 1998. "What Macroeconomic Policies Are Sound?", *Paper Presented at the Conference: South Asia Beyond 2000: Policies for Sustained Catch-up Growth*. Colombo, Sri Lanka, 19-20 March, 1998.

5. www.worldbank.org/html/dec/publications/workpapers/WPS1900 series/wps1995/wps1995-abstract.html

6. Dervis, K., R. Martin and S. Van Wijnbergen. 1984. "Policy Analysis of Shadow Pricing, Foreign Borrowing and Resource Extraction in Egypt", *Staff Working Paper No. 622*. Washington, D.C: World Bank.

7. Dethier, J. 1991. ”Egypt” in *The Political Economy of Agriculture Pricing Policy, Vol. 3A*. Krueger, M. Schiff and A. Valdes (eds.). Baltimore: The John Hopkins University Press.

8. Development Economic Policy Reform Analysis Project (DEPRA). 1999. “The Elasticties Approach to Egypt’s Balance of payments and Equilibrium Exchange Rate,” *Report Submitted to US Agency for International Development, Office of Economic Analysis and Policy*. Cairo, Egypt.

9. Development Economic Policy Reform Analysis Project (DEPRA). 1999. “Forecasting the Impact of the Egyptian Exchange Rate on Exports,” *Report Submitted to US Agency for International Development, Office of Economic Analysis and Policy*. Cairo, Egypt.

10. Domac, I. and G. Shabsigh. 1999. “Real Exchange Rate Behavior and Economic Growth: Evidence from Egypt, Jordan, Morocco, and Tunisia”, *IMF Working Papers WP/99/40*. Washington, D.C: IMF.

11. El Badwai, I. 1994. “Estimating Long-Run Equilibrium Real Exchange rates” in *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, J. Williamson (ed.). Washington, D.C: Institute for international Economics.

12. Edwards, S. 1989. *Real Exchange Rates, Devaluation and Adjustment: Exchange Rate Policy in Developing Countries*. Cambridge, MA: MIT press.

13. ___________. 1994. “Real and Monetary Determinants of Real Exchange Behavior: Theory and Evidence from Developing Countries” in *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, J. Williamson, (ed.). Washington D.C.: Institute for international Economics.

14. El Kammash, M. 1968. *Economic Development and Planning in Egypt*. New York: Fredrick A. Praeger.

15. Fischer, S. 1999. “Reforming the International Financial System”, *The Economic Journal*, Vol. 109, pp. 557-76.

16. Franzese, R. Jr. 1996. *The Political Economy of Over Commitment: A Comparative Study of Democratic Management of the Keynesian Welfare State*. Ph.D. Dissertation, Harvard University, USA.
http://www-personal.umich.edu/~franzese/Publications.html

17. Goldstein, M. 2002. *Managed Floating Plus*. Washington, D.C: The Institute for International Economics.

18. Handoussa, H. and N. Shafik. 1993. “The Economics of Peace: The Egyptian Case’ in *The Economics of The Middle East*, S. Fisher, D. Rodrik and E. Tuma (eds.). Cambridge, MA: The MIT Press.

19. Hansen, B. and G. Marzouk. 1965. *Development and Economic Policy in UAR (Egypt)*. Amsterdam: North Holland Publishing Company.

20. Hendry, D. and J. Dornick. 1996. *Empirical Econometric Modeling Using PcGIVE for Windows*. London: International Thomson Business press.

21. Huband, M. 2001. *Egypt Regional Leader and Global Player: A Market for the 21st Century*. London: Euronmoney Institutional Investor PLC.

22. International Monetary Fund. 1998. “Egypt, Beyond Stabilization, Toward a Dynamic Market Economy,” *IMF Occasional Paper 163*. Washington, D.C: IMF.

23. Keller, J., M.A. Veganzonnes, M. Nabil, D. Dasgupta and P. Alba 2000. “The Choice of Exchange Rate regimes in The MENA Region: The Economic Cost of Lobby Groups”, World Bank. mimeo.

24. Krugman, Paul. 1990. “External Shocks and Domestic Policy Responses,” in *The Open Economy: Tools for Policymakers in Developing Countries,* R. Dornbusch, F. Leslie, and C. H. Helmers (eds.). Oxford: Oxford University Press .

25. Latter, T. 1996. ‘The Choice of Exchange Rate Regime” , *Handbooks in Central Banking, No. 2*. London: Bank of England.

26. Mabro, R. 1974. *The Egyptian Political Economy 1952-1972*. Oxford: Clarendon Press.

27. Maddala, G.S. and I. Moo-Kim. 1998. *Unit Roots, Cointegration, and Structural Change*. Cambridge: Cambridge University press.

28. Mongardini, J. 1998. “Estimating Egypt’s Equilibrium Real Exchange Rate”, *IMF Working Papers WP/98/5*. Washington, D.C: IMF.

29. Refaie, El. F. 2000. “The Liquidity Problem in Egypt: Causes and Solutions”, *Working Paper No, 41*. Cairo, Egypt: Egyptian Center for Economic Studies (ECES)

30. Taylor, J. 2000. ‘Using Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies’, *Paper Presented at the Conference: Stabilization and Monetary Policy: The International Experience*. Mexico, DF: Banco de Mexico.

31. Williamson, J. (ed.). 1994. *Estimating Equilibrium Exchange Rates*. Washington D.C.: Institute for international Economics.

32. Williamson, J. 1988. “Exchange Reserves as Shock Absorbers”, in *The Open Economy: Tools for Policy Makers in Developing Countries*, R. Dornbusch, F. Leslie, and C.H. Helmers (eds.). Oxford: Oxford University Press.

33. World Bank. 1987. *Egypt: Review of the Finances of the Decentralized Public Sector: Country Report*. Washington D.C.: World Bank.

34. World Bank. 1988. *World Development Report*. Washington, D.C.: Oxford University Press

## تعقيب

**د. علي البلبل***

إن هدف الورقة هو تقديم تقديرات لسعر صرف التوازن الحقيقي خلال الفترة 1970-2001، وبعد ذلك مقارنة هذه التقديرات مع القيم الفعلية لسعر الصرف الحقيقي بغية تحديد درجة انحرافه. ويعتمد جوهر هذه الورقة على تطبيق النموذج المعياري Edward (1989) في جزئيه: أولاً، نمط طويل الأجل يحدد سعر صرف التوازن الحقيقي بوصفه دالة من دالات الاقتصاد الأساسية، وثانياً نمط قصير الأجل يتتبع مسار تعديل سعر الصرف الحقيقي تجاه مستوى توازنه حسبما يتأثر بالسياسة المالية العامة والسياسة النقدية وسياسة سعر الصرف. وهناك أربع نتائج تنجم عن الدراسة.

1. لم يظهر سعر الصرف الحقيقي الرسمي أي اتجاه أثناء الفترة: ارتفع ارتفاعا طفيفا بين عامي 1974 – 1978 وانخفض من 1978 – 1980 ثم ارتفع ارتفاعا كبيراً بين 1980-1988 وانخفض مرة أخرى بين 1988 – 1991 وارتفع بثبات بين 1991 و 2001 وانعكس مساره أثناء آخر عامين من الفترة. ومن ناحية أخرى، أظهر سعر الصرف الحقيقي في السوق الموازية (السوداء) اتجاها تصاعديا. وابتعد عن هذا الاتجاه بارتفاع بين 1970 – 1980 مع انخفاض بين 1980 – 1992، وارتفع مرة أخرى بحيث تطابق مع السعر الرسمي 1992 – 1998 (وبانخفاض مستمر منذ 1999).

2. جاءت الأساسيات الاقتصادية التي تحدد سعر صرف التوازن الحقيقي كما يلي: معدلات التبادل التجاري، والتي يؤدي تحسنها لانخفاض سعر الصرف، استهلاك الحكومة والذي يؤدي زيادته لارتفاع سعر الصرف نتيجة للطلب الزائد على السلع غير القابلة للتداول، تكوين رأس المال والذي يؤدي زيادته لارتفاع سعر الصرف، وتدفقات رأس

* اقتصادي أول، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي.

المال إلى الخارج والانفتاح التجاري حيث أن الزيادات في كل منها تؤدي إلى انخفاض سعر الصرف. ولم يتبع سعر صرف التوازن الحقيقي أي اتجاه محدد، ولكن مساره وكذلك مسار سعر الصرف الفعلي الحقيقي اتبعا نفس النمط إلى حد كبير.

3. أظهرت مقارنة سعر الصرف الفعلي وسعر صرف التوازن الحقيقي أوجه عدم التوازن التالية: التقدير بأقل من القيمة من 1979–1981 نتيجة لتخفيض العملة في 1979؛ المغالاة في القيمة بين 1982–1989 نتيجة للسياسات الكلية التوسعية؛ التقدير بأقل من القيمة من 1989 – 1993 بسبب تخفيض القيمة والسياسات الكلية الصارمة نتيجة لبرنامج الاستقرار الاقتصادي؛ والمغالاة في القيمة مرة أخرى بين 1994–1999 بسبب السياسات الكلية التوسعية.

4. تدعو أوجه عدم التوازن لقدر أكبر من المرونة في إدارة سعر الصرف بحيث يمكن أن تغير سعر الصرف الاسمي بما يتماشى مع التغيرات المحتاج إليها في سعر الصرف الفعلي الحقيقي بغرض تعديله صوب سعر صرف التوازن الحقيقي. وتنادي الورقة أيضا بإتباع سياسة استهداف التضخم بوصفه إطار عمل نقدي ناجح، مما يتضمن بطبيعة الحال استعمال التضخم كعامل ترسيخ اسمي أو هدف وسيط عوضا عن سعر الصرف.

بعد هذه النظرة الموجزة للورقة، اعتزم بعد ذلك تقديم ثلاث ملاحظات حيوية على هيكل النموذج المتبع وعواقبه، وملاحظتين عامتين تعالجان اختيار نظار سعر صرف لمصر. الملاحظات الحيوية أولا.

1. على النقيض من النتائج السابقة التي حصلنا عليها من بعض الدراسات عن سعر صرف التوازن الحقيقي لمصر والتي أجراها Domac and Shabsigh(1999)، و Mongardini (1998)، نجد أن نتائج هذه الدراسة والمتعلقة بتأثير كل من معدلات التبادل التجاري والاستثمار مثيرة للدهشة: تحسن في معدلات التبادل التجاري – وخاصة في سياق الصادرات القائمة على الموارد ذات الطلب غير المرن – ينبغي أن

يعني ضمنيا تأثيرات أقوى على الدخل وما يترتب على ذلك من حساب جار أفضل وسعر صرف توازن حقيقي أقوى.

أما بالنسبة للاستثمار فإن زيادته – نظراً لأن 58% من واردات مصر تتعلق بالتكنولوجيا والسلع الرأسمالية –تعني امتصاصا أكبر وينبغي أن تؤدي نتيجة لذلك إلى سعر صرف توازن حقيقي أضعف. أيضا التخلص من التغير التكنولوجي ونسب خدمة الدين بوصفها محددات غير مهمة لسعر صرف التوازن الحقيقي لا تتلاءم مع الدراسات السابقة. والسبب في التخلص منها يمكن أن يعزى إلى الاختيار الخاطئ للمقاييس. استعمل معدل نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي كمؤشر للتغير التكنولوجي عوضا عن معدل نمو مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج، واستعمل نسبة الديون القصيرة الأجل إلى الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر لخدمة الدين عوضا عن المتغير ذاته.

وبصورة تتسم بالسخرية فإن استبعاد نسبة خدمة الدين قد عمل لصالح الورقة وهناك قصة بسيطة ولكنها قد تكون مهمة خلف هذا. خلص Mongardini (1998) إلى أن معظم الزيادة في سعر صرف التوازن الحقيقي في مصر في التسعينات كان نتيجة للانخفاض في نسبة خدمة الدين، من حوالي 30% في عام 1990 إلى 8% في عام 2000. وعلى الرغم من أن هذه الورقة أزالته "للسبب الخاطئ" فلو كان قد أدرج لكان سعر صرف التوازن الحقيقي ارتفع بقدر أكبر وكانت أي زيادة في تقدير سعر الصرف الفعلي محيت تماما. وينبغي عدم إدراج نسبة خدمة الدين في الأساسيات الاقتصادية، لسبب بسيط ألا وهو أنه كان قد تم الحصول عليه بغير وجه حق. ويؤدي ذلك إلى نتيجتين هامتين. الأولى، أن القوة المراوغة في سعر الصرف الفعلي السائد في التسعينيات كان يمكن أن تكون نتيجة للشطب الجزئي للديون المعلقة؛ وعلى الأقل حتى 1998 كان لا يمكن للسياسة الكلية التوسعية أن تكون مسؤولة عن التقييم المغالى فيه لسعر الصرف الفعلي حيث أن معدل العجز ظل على نسبة 1%، ولم يتم أي تسييل للعجز، وانخفض نمو السيولة إلى 9% سنويا (أنظر الجدول (2)). ثانيا، تشير التجربة المصرية إلى أنه ينبغي ممارسة الحيطة في تصميم شطب الديون وبرامج المساعدات

الإنمائية الرسمية حيث يمكن أن يكون لهما تأثير سيئ على سعر الصرف الحقيقي يصاحبه تأثير قليل على الأساسيات الاقتصادية.

2. كان ينبغي للورقة إيلاء قدر أكبر من الاهتمام لسلوك سعر الصرف الحقيقي في السوق الموازية، إن لم يكن بوصفه تدبير بديل لسعر صرف التوازن الحقيقي، على الأقل بوصفه إشارة مهمة للقطاع الخارجي. ويمكن توضيح ذلك عن طريق ما يلي: انخفض سعر صرف الحقيقي في السوق الموازية مبتعداً عن الاتجاه في معظم الثمانينات، بينما ارتفع سعر الصرف الحقيقي الرسمي بالنسبة لسعر صرف التوازن الحقيقي في الفترة من 1983-1989؛ والتقى الاثنان وارتفعا بقدر مماثل من 1993 إلى 1998. وإذا نظرنا إلى أرقام النمو السنوي لصادرات السلع، نرى مع ذلك أنها ازدادت بنسبة 13.5% أثناء الثمانينات وانخفضت بنسبة 2.8% أثناء التسعينات (أنظر الجدول (1)). وبذلك تشير الأدلة الأولية إلى سعر الصرف الحقيقي على أنه مؤشر أكثر أهمية للقدرة التنافسية الخارجية وليس سعر الصرف الحقيقي الرسمي. ويشير ذلك أيضا إلى اعتبارين مهمين: أولا، يرجع الفضل للورقة من تقصي أي أوجه خلل تؤثر على النمو بقدر أكبر، تلك المستندة إلى سعر الصرف الحقيقي الرسمي أو على سعر الصرف الحقيقي في السوق الموازية؛ ثانيا، مزايا وجود المؤسسات التي نزعت عنها صفة المركزية التي يتسم بها سوق صرف أجنبي متطور والتي من شأنها أن تسمح لسعر الصرف بالتحرك بصورة ملائمة بقدر أكبر استجابة لقوى السوق وفي أثناء هذه العملية إضفاء قدر أكبر من الاستقرار على سلوكها.

3. يبدو أن تحقيق قدر أكبر من المرونة في سعر الصرف مع الحفاظ على الاستقرار النقدي من خلال استخدام التضخم بوصفه عامل الارتكاز الاسمي أصبح أكثر جاذبية وسهولة في الاقتصادات الناشئة. وفي السياق المصري، من الحكمة أن نتذكر أن استهداف التضخم يتطلب الشروط التالية الضرورية: استقلال البنك المركزي؛ غياب سيطرة المالية العامة؛ عدم الالتزام بعوامل ارتكاز اسمية أخرى (بالإضافة إلى القدرة التقنية على التنبؤ بالتضخم في المستقبل بدقة)؛ وقطاع مالي قوي. وهناك شك في إمكانية الوفاء بهذه الشروط في مصر. وعلاوة على ذلك، فالإقرار بمساوئ استهداف

التضخم ينبغي أن يوضع في الاعتبار. وهي عدم المرونة الناجم عن ذلك في الأجور الحقيقية، والاختلال المحتمل في سعر الصرف الفعلي، وفقدان المصداقية إذا لم يتم تحقيق أهداف استهداف التضخم، وصعوبة تطبيق قاعدة تايلور البسيطة في اقتصاد مفتوح حيث أنه في هذا السياق يؤثر سعر الفائدة على التضخم عن طريق الناتج وسعر الصرف (والأخيرة من خلال تأثير المرور، الذي يساوي معامله في مصر رقما متواضعا ولكنه محترما يبلغ 0.2).

وعلى القدر نفسه من الأهمية فإن استرجاع القدرة التنافسية الخارجية بجلب قدر أكبر من المرونة إلى سعر الصرف ليس كافياً. فهناك سياسات إضافية نحتاج إليها أهمها التغيير في نظام التجارة. أوضح (Galal (2001 أنه نظراً للتعريفات العالية نسبيا على السلع النهائية، فلا يزال، ربحية إنتاج وتحويل الموارد إلى السوق المحلية ضعف ربحية التصدير. ونتيجة لذلك نادى بتخفيض قدره 10% في سعر الصرف الحقيقي، إضافة إلى تخفيض قدره 10% على تعريفات السلع النهائية وعلى أرباح الشركات.

وفيما يتعلق باختيار نظام سعر صرف لا يوجد شك في أن ذلك ليس بالأمر السهل، ليس فقط لأن سعر الصرف المرغوب فيه يتغير بتغير الأحوال الاقتصادية ولكن أيضا لأن ذلك أمر يتعلق بالسياسة. وفيما يلي ملاحظتان لهما طبيعة اقتصادية، يمكن أن يصبغا وجهات نظرنا فيما يتعلق باختيار مصر لنظام سعر صرف .

1. هناك بعض الحقائق الأساسية التي تواجه اختيار مصر والتي يجب مراعاتها. أولا، أوضح (Mussa (2000 أن أحد الأشياء الأكيدة في تصرف سعر الصرف منذ 1975 هو أن الدولار الأمريكي يتغير في المتوسط بنسبة قرابة 2% شهريا مقابل العملات الأوروبية ولذلك ونظرا لهذا التذبذب، فربط الجنية بالدولار حينما يكون ما يقرب من 35% من التجارة مع أوروبا ليس بالأمر السليم. ثانيا، ومن ناحية أخرى، تزداد تجارة مصر مع العالم العربي والولايات المتحدة وآسيا (ما يقرب من 45% من الإجمالي الآن)، وهي تجارة مقومة بالدولار ومع بلدان تربط عملاتها بنسبة كبيرة بالدولار (انظر الجدول (4)). ولذلك فإن الربط بسلة من اليورو والدولار يبدو أفضل. ثالثا،

تواصل مصر التعرض لصدمات خارجية في معدلات تبادلها التجاري ولكنها صدمات سلع (مثل النفط) أو صدمات خدمات (مثل السياحة). وعلى الرغم من أن أسعار النفط بالدولار وتغيير سعر الصرف مقابل الدولار لن يساعد كثيراً هنا ولكنه مع ذلك سيساعد القطاع غير النفطي وسيمكنه من التكييف على نحو أفضل مع تلك الصدمات. ونتيجة لذلك، فالربط بسلة قابلة للتغيير يبدو حتى أفضل. رابعا، البلدان التي تتعرض لقدر محدود من حرية حركة رأس المال الدولي تجد أنه من الأسهل الاحتفاظ بنظم ربط يمكن تعديلها. ومصر في هذا السياق، ليس لديها حساب رأس مالي مفتوح تماما (خاصة للتدفقات حيث مؤشر تدفق رأس المال يبلغ قرابة 0.38 مقابل مؤشر الاقتصادات الناشئة البالغ 0.27؛ ومن الصعب جدا، على سبيل المثال على المؤسسات المالية الكبيرة أن تضارب بقدر كبير مقابل الجنية باتخاذ مراكز مكشوفة به). ولذلك فإن الربط بسلة عملات قابلة للتعديل يبدو ممكناً ومستداماً. وأخيراً، هناك قلق دائم بأن قدراً أكبر من المرونة قد يزعزع الاستقرار في وجود دولرة الخصوم. ولكن مثلما يوضح الجدول (2) أثبت معدل الدولرة في مصر أنه حساس جداً لمدى الحكمة في إدارة سعر الصرف: انخفض من 46% في عام 1990 إلى 19.6% في عام 1999 ولكن ارتفع مرة أخرى إلى 30.9% مع زيادة الشكوك فيما يتعلق بمسار إدارة سعر الصرف.

2. وهناك شيئان مثيران للسخرية يواجههما المرء فيما يتعلق بسياسة سعر الصرف في مصر. أولا، أوضح كل تقييم جيد إلى المغالاة في قيمة سعر الصرف الحقيقي في التسعينات ونادى بإجراء إصلاح ولكن يبدو أن الإصلاح الذي تم حتى الآن صاحبه قلقاً مبالغاً فيه بشأنه! ثانيا، وضع التصنيف الصادر عن صندوق النقد الدولي لنظم سعر الصرف مصر بين 1991–1998 تحت التعويم المدار وبين 1999–2002 تحت الربط التقليدي/ مع حزمة أفقية بينما في الواقع نجد أن التصنيف الفعلي كان هو العكس! وعلى أية حال، ومثلما يشير الجدول (3) ظلت سياسة سعر الصرف في مصر في التسعينات إلى حد كبير سليمة نسبياً وخالية من أي أخطاء جادة (مقارنة ببلدان أخرى، تركيا على سبيل المثال). وأثناء 1991–1998 نجد أن احتمال التحركات الشهرية لسعر الصرف والاحتياطي التي تزيد عن+/- 2.5% لم تزداد أبداً على 2% و 30% على التوالي، ويرجع ذلك جزئيا إلى التعقيم، كما أن التغيرات الشهرية في القاعدة

النقدية ظلت في مدى +/- 2 في 53% من الأوقات. وهذه بالطبع كانت سمة الفترات ذات الطابع الجيد (قدر أعلى من المصداقية وتثبيت التضخم وعدم وجود صدمات) ونتيجة لذلك تراكم الاحتياطي وزادت قيمة سعر الصرف الحقيقي. وأيضا في تلك الفترة لم تظهر مصر أي "خوف من التعويم" حسبما ذكر Calvo and Reinhart (2000) بل على النقيض أظهرت "خوف من زيادة الربط". وحتى أثناء فترة 1999–2002 حينما ساءت الأمور، لم تصل الحالة قط إلى مستوى المأساة. وعلى الرغم من ذلك تنخفض أسعار الصرف الآن بتواتر أكبر مقارنة بفترة ارتفاعها سابقاً، فهي ظلت ضمن مجال +/- 2.5 في 90% من الأوقات، بينما كان يتم فقدان الاحتياطي بمعدل أبطأ مقارنة بتراكمه في السابق (فاقت التغيرات نسبة +/– 2.5% في 27% من الأوقات فقط). وأظهرت كل من القاعدة النقدية وأسعار الفائدة قدرا أقل من التقلب الفترة السابقة (بالنسبة للقاعدة النقدية كان ذلك يرجع إلى تسييل العجز الذي أدى إلى تناقص عكسي من خلال التعادلات في الاحتياطي). ولكن هذه النتيجة لا تخلو من الضرر كما قد تبدو لأول وهلة، لأنها تتسبب في قيود أكثر صرامة ضمنياً على النقد الأجنبي ورأس المال مما يعطي انطباعاً بأن (الخوف من التعويم) كان من سمات سياسة مصر لسعر الصرف أثناء هذه الفترة.

وفي النهاية هناك شيئان بسيطان يستحقان أن نتذكرهما. أولا، من نظرية اقتصاديات الرخاء، نعلم أنه إذا أظهرت الأسواق عوامل خارجية، فيجب تنظيمها. وأسواق الصرف الأجنبي تتسم بذلك، وحين إذن تنادي مبادئ علم الاقتصاد البسيطة بتنظيمها أو بتعديلات في أسعار الصرف. وثانيا، ترتبط نظم الصرف الأجنبي بصورة أساسية بالقطاعات الخارجية القابلة للنجاح، بمعنى أنها ترتبط بصادرات قوية ومتنوعة وأيضا بواردات مفيدة ومنتجة.

**الجدول (1): مصر: المؤشرات الاقتصادية الكلية (متوسط سنوي %)**

| | 1990-2000 | 1980-1990 |
|---|---|---|
| معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي | 4.6 | 5.4 |
| إسهامات: | | |
| الاستهلاك | 3.5 | 3.7 |
| الاستثمار | 1.35 | 0.4 |
| فجوة الموارد | -0.25 | 1.3 |
| سعر الصرف الفعلي الحقيقي | 4.3 | -0.73 |
| نمو صادرات السلع | -2.8 | 13.5 |
| نمو واردات السلع | 2.4 | 8 |
| مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج | -0.58 | -0.93 |
| مخفض الناتج الإجمالي | 8.2 | 13.7 |

المصدر: البنك الدولي، *مؤشرات التنمية العالمية* (2002)، (2002) Omran.

**الجدول (2): مصر: مؤشرات اقتصادية كلية (1990-2001)**

| | 90 | 91 | 92 | 93 | 94 | 95 | 96 | 97 | 98 | 99 | 2000 | 2001 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| معدل الدولرة (%) | 46.1 | 47.9 | 32.2 | 27.7 | 27.5 | 27.2 | 23.4 | 20.5 | 19.6 | 20.8 | 24.7 | 30.9 |
| ديون الحكومة للبنك المركزي (مليون جنيه مصري ) | 52,238 | 56,562 | 56,993 | 52,849 | 50,978 | 51,615 | 47,015 | 44,368 | 61,209 | 75,447 | 95,715 | 116,392 |
| نمو السيولة ( %) | 24.7 | 19.7 | 18.9 | 13.3 | 11.3 | 9.8 | 12.2 | 13 | 9.5 | 10 | 11 | 13.2 |
| الاحتياطي ( مليون دولار) | 2,684 | 5,325 | 10,81 | 12,904 | 13,481 | 16,181 | 17,398 | 18,665 | 18,124 | 14,484 | 13,118 | 12,926 |

المصدر: صندوق النقد الدولي، *الإحصاءات المالية الدولية* (إصدارات مختلفة).

**الجدول (3): تذبذب سعر الصرف e والإحتياطي R والقاعدة النقدية m وسعر الفائدة الأسمي i**

| البلـــــد | احتمال تراوح النسبة المئوية للتغير الشهري لـ $\Delta e$ بين +/- 2.5 | احتمال تراوح النسبة المئوية للتغير الشهري لـ $\Delta R$ بين +/2.5 | احتمال تراوح النسبة المئوية للتغير الشهري لـ $\Delta i$ بين +/-0.5% | احتمال تراوح النسبة المئوية للتغير الشهري لـ $\Delta m$ بين +/- 02 |
|---|---|---|---|---|
| **مصر (تعويم مدار)** | | | | |
| فبراير 1991- ديسمبر 1998 | 98.9 | 69.4 | 93.7 | 52.6 |
| **(تثبيت ضمن نطاق)** | | | | |
| يناير 1999-يونيو 2002 | 90.4 | 73.8 | 95.2 | 76.2 |
| **تركيا (تعويم مدار)** | | | | |
| يونيو 1980 – ابريل 1999 | 36.8 | 23.3 | 5.1 | 21.7 |
| **المكسيك (معوم)** | | | | |
| ديسمبر 1994-أبريل 1999 | 63.5 | 28.3 | 9.4 | 22.7 |
| **تايلاند (ثابت)** | | | | |
| يناير -1970 يونيو 1997 | 98.5 | 50.2 | 41.2 | 44.7 |

**المصدر:** Calvo and Rainhart (2000)، وحسابات المؤلف.

**جدول (4): مصر: بيانات الصادرات**

| | كنسبة مئوية من السلع المصدرة | | | | | كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | الغذاء | مواد خام زراعية | وقود | معادن | سلع مصنعة | إجمالي الصادرات | صادرات السلع |
| **1990** | 10 | 10 | 29 | 9 | 42 | 20 | 10 |
| **2000** | 9 | 8 | 37 | 4 | 37 | 16 | 7 |
| | | | | | | | |
| | كنشية منوية من صادرات مصر إلى: | | | | | | |
| | البلدان العربية | الاتحاد الأوروبي | الولايات المتحدة | آسيا | أوروبا الشرقية | باقي دول العالم | |
| **1990** | 11 | 39 | 8.5 | 10.1 | 1.7 | 29.7 | |
| **2000** | 14.3 | 33.9 | 12.3 | 14.2 | 1.1 | 24.2 | |

**المصدر:** صندوق النقد العربي، *التجارة الخارجية للبلدان العربية* (إصدارات مختلفة).

## الجدول (5): مصر: بيانات الواردات

| | كنسبة مئوية من السلع المصدرة | | | | | كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | الغذاء | مواد خام زراعية | وقود | معادن | سلع مصنعة | إجمالي الواردات | واردات السلع |
| **1990** | 32 | 7 | 3 | 2 | 56 | 33 | 29 |
| **2000** | 23 | 4 | 6 | 3 | 59 | 22 | 16 |
| | | | | | | | |
| النسبة المئوية لواردات مصر من: | | | | | | | |
| | البلدان العربية | الاتحاد الأوروبي | الولايات المتحدة | آسيا | أوروبا الشرقية | باقي دول العالم | |
| **1990** | 2 | 43.6 | 14 | 12.5 | 3 | 24.9 | |
| **2000** | 9 | 34.4 | 14.4 | 17 | 5 | 20.2 | |

المصدر: نفس مصدر الجدول (1).

**الجدول (6): مصر: مؤشرات اقتصادية كلية (نسبة مئوية)**

| | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| سعر الصرف الفعلي الحقيقي | 102.2 | 116.9 | 121.2 | 120 | 128.6 | 142.4 | 149 | 153.4 | 162 | - |
| الميزان التجاري/ الناتج المحلي الإجمالي | -13.17 | -14.24 | -11.39 | -12.95 | -12.12 | -11.41 | -12.34 | -11.15 | -8.68 | -7.55 |
| رصيد الحساب الجاري/ الناتج المحلي الإجمالي | 6.73 | 4.9 | 1.04 | -0.51 | -0.06 | -0.52 | -2.89 | -1.66 | -0.86 | -0.28 |
| رصيد الحساب الرأسمالي/الناتج المحلي الإجمالي | -0.4 | -1.62 | 0.96 | 1.84 | 1.62 | 4.48 | 3.12 | -1.1 | -1.11 | 0.97 |
| التغير في الاحتياطي الدولي/ا الناتج المحلي الإجمالي(1) | -8.04 | -0.03 | -2.21 | -0.68 | -1.47 | -1.57 | 0.64 | 4.52 | 1.36 | 0.53 |

(1) النسبة السلبية للتغير في الاحتياطي الدولي للناتج المحلي الإجمالي تشكل زيادة في الاحتياطي الدولي. ويرجع السبب في أن نسبة رصيد الحساب الجاري مقابل الناتج المحلي الإجمالي لا تساوي بالضبط مجموع رصيد الحساب الرأسمالي/الناتج المحلي الإجمالي والتغير في الاحتياطي الدولي/الناتج المحلي الإجمالي (ومغايرة لها في العلامة) إلى الخطأ والسهو.

المصدر: صندوق النقد العربي، *ميزان المدفوعات والدين الخارجي للبلدان العربية* (إصدارات مختلفة).

**الجدول (7): مصر: إجمالي صافي تدفقات الموارد (مليون دولار أمريكي)**

| | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| إجمالي صافي تدفقات الموارد : | 5236 | 3879 | 2798 | 1556 | 2697 | 1336 | 2739 | 3682 | 2732 | 1760 | 2312 |
| صافي الدين الخارجي طويل الأجل | 301 | 299 | -89 | 180 | 240 | -270 | -354 | -49 | -212 | -618 | -506 |
| الاستثمار الأجنبي المباشر | 734 | 253 | 459 | 493 | 1256 | 598 | 636 | 891 | 1076 | 1065 | 1235 |
| المحفظة | 0 | 0 | 0 | 0 | 10 | 2 | 1233 | 1813 | 494 | 550 | 619 |
| المنح | 4201 | 3327 | 2428 | 883 | 1192 | 1006 | 1224 | 1028 | 1374 | 763 | 964 |
| نسبة خدمة الدين (%) | 23.2 | 19.4 | 17.6 | 14.8 | 14 | 13.8 | 11.9 | 9.3 | 10.6 | 9.8 | 8.4 |

المصدر: البنك الدولي، *تمويل التنمية العالمية* (2002).

**المراجع:**


1. Calvo, G. and S. Reinhart. 2000. "Fear of Floating", Quarterly *Journal of Economics*, Vol 117, No. 2, pp. 379-408.

2. Domac, I. and G. Shabsigh. 1999. "Real Exchange Rate Behavior and Economic Growth: Evidence from Egypt, Jordan, Morocco, and Tunisia", *IMF Working Paper WP/99/40*. Washington, D.C: IMF.

3. Galal, A. 2001. "Egypt's Export Puzzle," *Policy Viewpoint # 9*. Cairo: ECES.

4. Mongardini, J. 1998. "Estimating Egypt's Equilibrium Real Exchange Rate*",* *IMF Working Paper WP/98/5*. Washington, D.C: IMF.

5. Mussa, M. 2000. "Alternative Exchange Rate Regimes", *Distinguished Lecture Series # 14*. Cairo: ECES.

6. Omran, M. 2002. "Performance and Sources of Growth: A Case Study of the Egyptian Economy," *AMF Economic Papers # 4.* Abu Dhabi: AMF

# الفصل السادس

# التجربة المغربية في إدارة سعر الصرف

**د. بشير حمدوش***

**مقدمة**

لقد فرضت مسألة إدارة سعر الصرف نفسها بحدة عام 1973 مع بروز ظاهرة التخلي عن تعادل أسعار الصرف الثابتة على المستوى الدولي وظاهرة التعويم المعمم للعملات. وقد اختار المغرب حينذاك ربط عملته وهي الدرهم بسلة خاصة من العملات الأجنبية. وقد بقى هذا الأمر مستقراً وظلت السلة دون تغير حتى عام 1980 وذلك مع بدء سياسة التصحيح الهيكلي.

كيف تطور كل من سعر الصرف وسياسة الصرف؟ ما هو دور تلك السياسة وفعاليتها على مدار العقدين السابقين؟ ما هي الآفاق المرتبطة بهذه السياسة في السياق الإقليمي والدولي الجديد؟ تلك هي الأسئلة التي سنقوم بالتعرض لها من خلال خمس نقاط:

1. تطور سعر صرف الدرهم خلال الفترة من 1980 حتى 2001.
2. السمات الرئيسة لنظام الصرف وعمليات السداد الخارجي.
3. الجوانب التنظيمية لعملية إدارة سعر الصرف.
4. دور سياسة سعر الصرف والنتائج المترتبة عليها وتناسقها.
5. الآفاق المتوقعة لسياسة سعر الصرف.

---

* بروفيسور اقتصاد، المعهد الوطني للاقتصاد والإحصاء التطبيقي، الرباط، المغرب.

**ثانياً: تطور سعر صرف الدرهم خلال الفترة من عام 1980 حتى عام 2001** [1]

يختلف عقدا الثمانينات والتسعينات عن العقود السابقة لهما حيث حققت سياسة النقد خلالهما نشاطاً كبيراً، خاصة خلال عقد الثمانينات، وهو ما ظهر بوضوح في تطور أسعار الصرف الثنائية والفعلية.

**1. الاعتبارات المنهجية**

بداية، يجب ملاحظة أنه منذ عملية تعويم العملات التي تم تعميمها عام 1973، فقدت أسعار الصرف الثنائية أهميتها من الناحية التحليلية تاركة المجال لأسعار الصرف الفعلية، لكنها احتفظت بجدواها كأداة يتعامل معها العملاء الاقتصاديون في عملية البيع والشراء اليومية للنقد في تسوية معاملاتهم الدولية.

وبالمثل، يمكن القول أن مراقبة تطور أسعار الصرف الثنائية والتنبؤ بها هي التي تؤثر على حركة ونشاط العملاء الاقتصاديين. وسوف نقوم بتحليل تطور سعر صرف الدرهم بالنسبة لأهم عملتين في عمليات السداد الخارجي للمغرب وهما الدولار الأمريكي والفرنك الفرنسي، حيث شكل الدولار – خلال السنوات الأخيرة – 40% من مجموع مبالغ السداد الخارجي للمغرب، والفرنك الفرنسي 30% من إجمالي تلك المبالغ، ويأتي المارك الألماني في المرتبة الثالثة من حيث الأهمية حيث يشكل 6.7%[2].

ويبين جدول (1) تطور أسعار صرف الدرهم الثنائية والفعلية خلال الفترة من 1980 حتى 2001. ويتضمن هذا الجدول ثلاثة أجزاء: أ و ب وجـ. فيما يتعلق بأسعار الصرف الثنائية للدرهم بالنسبة للدولار والفرنك في الجزء ب فضلنا عرض متوسط الأسعار السنوية مقارنة

---

[1] لقد ذهبنا في التحليل حتى عام 2001 للوقوف على التغييرات التي طرأت على سياسة سعر الصرف خلال ذلك العام.

[2] انظر Office des Changes (2001).

بأسعار نهاية العام، ذلك أنه تم حساب أسعار الصرف الفعلية في الجزء جـ على أساس متوسط الأسعار.

كما قمنا أيضاً بعرض أسعار صرف نهاية العام الثنائية بالنسبة للدرهم مقابل الدولار والفرنك في الجزء أ، حيث يمكننا من ذلك الحصول على أسعار صرف الدرهم بالنسبة لحقوق السحب الخاصة التي تمثل مرجعاً جيداً، غير أنه لا يعطي سوى أسعار نهاية العام (في الإحصاءات المالية الدولية لصندوق النقد الدولي).

### 2. تطور أسعار الصرف الثنائية

يشير الجزءان أ و ب من الجدول إلى:

- حدوث تطور متواصل خلال الفترة الزمنية المعنية يتمثل في انخفاض حاد لقيمة الدرهم. ويمثل ذلك ظاهرة جديدة حيث أن أسعار صرف الدرهم ظلت ثابتة نسبياً خلال فترة الستينات والسبعينات.

- كان انخفاض قيمة الدرهم مقابل كل من الدولار وحقوق السحب الخاصة، والذي بلغ نفس المستوى في الحالتين (167% و 163% على التوالي) أقوى بكثير مما هو عليه مقابل الفرنك (63% فقط، أنظر الجزء أ من الجدول).

## جدول (1): تطور سعر صرف الدرهم (1980-2001)

| أ سعر الصرف الرسمي (نهاية الفترة) | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| درهم مقابل(2) الدولار | 4.33 | 5.33 | 6.27 | 8.06 | 9.55 | 9.62 | 8.71 | 7.80 | 8.21 | 8.12 | 8.04 |
| درهم مقابل(3) الفرنك الفرنسي | 0.96 | 0.93 | 0.93 | 0.97 | 0.99 | 1.28 | 1.36 | 1.45 | 1.36 | 1.40 | 1.58 |
| درهم مقابل وحدة حقوق(2) السحب الخاصة | 5.53 | 6.21 | 6.91 | 8.44 | 9.36 | 10.57 | 10.66 | 11.07 | 11.05 | 10.67 | 11.44 |
| **ب سعر الصرف الرسمي (1) (متوسط)** | **1980** | **1981** | **1982** | **1983** | **1984** | **1985** | **1986** | **1987** | **1988** | **1989** | **1990** |
| درهم مقابل الدولار (2) | 3.94 | 5.17 | 6.02 | 7.11 | 8.81 | 10.06 | 9.10 | 8.36 | 8.21 | 8.49 | 8.24 |
| درهم مقابل(3) الفرنك الفرنسي | 0.93 | 0.95 | 0.92 | 0.93 | 1.01 | 1.12 | 1.31 | 1.39 | 1.38 | 1.33 | 1.51 |
| ج مؤشر سعر الصرف الفعلي الاسمى (2) (1995=100) | 105 | 97 | 97 | 94 | 87 | 83 | 76 | 76 | 79 | 85 | 85 |
| مؤشر سعر الصرف الفعلي الحقيقي(2) (1995=100) | 139 | 127 | 125 | 117 | 111 | 103 | 99 | 95 | 94 | 94 | 89 |

## تابع جدول (1): تطور سعر صرف الدرهم (1980-2001)

| **أ** **سعر الصرف الرسمي (نهاية الفترة)** | **1991** | **1992** | **1993** | **1994** | **1995** | **1996** | **1997** | **1998** | **1999** | **2000** | **2001** |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| درهم مقابل (2) الدولار | 8.15 | 9.05 | 9.65 | 8.96 | 8.47 | 8.80 | 9.71 | 9.26 | 10.09 | 10.62 | 11.56 |
| درهم مقابل (3) الفرنك الفرنسي | 1.57 | 1.64 | 1.64 | 1.68 | 1.73 | 1.68 | 1.62 | 1.65 | 1.54 | 1.50 | 1.56 |
| درهم مقابل وحدة حقوق السحب الخاصة (2) | 11.66 | 12.44 | 13.26 | 13.08 | 12.59 | 12.65 | 13.11 | 13.03 | 13.85 | 13.84 | 14.53 |
| **ب** **سعر الصرف الرسمي (1) (متوسط الفترة)** | **1991** | **1992** | **1993** | **1994** | **1995** | **1996** | **1997** | **1998** | **1999** | **2000** | **2001** |
| درهم مقابل الدولار (2) | 8.71 | 8.54 | 9.30 | 9.20 | 8.54 | 8.72 | 9.53 | 9.60 | 9.80 | 10.63 | 11.30 |
| درهم مقابل (3) الفرنك الفرنسي | 1.54 | 1.61 | 1.64 | 1.66 | 1.71 | 1.70 | 1.63 | 1.63 | 1.59 | 1.49 | 1.54 |
| **ج** مؤشر سعر الصرف الفعلي الاسمى(2) (1995=100) | 85 | 88 | 93 | 99 | 100 | 101 | 103 | 104 | 106 | 109 | 106 |
| مؤشر سعر الصرف الفعلي الحقيقي (2) (1995=100) | 91 | 91 | 94 | 97 | 100 | 101 | 102 | 104 | 105 | 108 | 104 |

ملاحظات: (1) متوسط الأسعار الشهرية.

(2) صندوق النقد الدولي، *الإحصاءات المالية العالمية* (2002).

(3) بنك المغرب، *التقرير السنوي*.

- جاء الجزء الرئيسي من خفض قيمة الدرهم في بداية الفترة، أي ما بين 1980 و 1987 ، وخاصة منذ عام 1983 الذي يتزامن مع بدء تطبيق برنامج التصحيح الهيكلي والذي سنعاود الحديث عنه لاحقاً.

- تظهر مؤشرات أسعار الصرف الثنائية، أي أسعار صرف نهاية العام الرسمية (الجزء أ)، ومتوسط أسعار الصرف الرسمية (الجزء ب) حدوث تغيرات متوازية و انخفاضات متقاربة لقيمة الدرهم مقابل الفرنك (63% و66% على التوالي، حيث بلغت قيمة الفرنك عام 2001 1.56 و1.54 درهم)، في حين جاءت انخفاضات قيمة الدرهم مقابل الدولار شديدة التفاوت (167% و186% على التوالي، حيث بلغت قيمة الدولار 11.56 و11.30 درهم في عام 2001)

### 3. تطور أسعار الصرف الفعلية

شهد مؤشرا أسعار الصرف الفعلية – الأسمية والحقيقية – على الأساس المئوي عام 1995 تطورات مختلفة خلال الفترة المذكورة (جدول 1، الجزء جـ). ففي حين بدأت مستويات هذين المؤشرين شديدة التباين عام 1980 (105.2 و138.7 على التوالي)، بلغت عام 2001 تقارباً شديداً (106.4 و103.7 على التوالي). وهو ما يعنى أن المؤشر الأول سجل زيادة قدرها 1%، بينما سجل الثاني انخفاضاً قدره 25%.

هذا وقد سجل المؤشران انخفاضاً خلال فترة كبيرة من عقد الثمانينات (حتى 1986 – 1987 بالنسبة لسعر الصرف الفعلي الأسمى، وحتى 1990 بالنسبة لسعر الصرف الفعلي الحقيقي)، صاحبه هبوط في أسعار الصرف الثنائية للدرهم مقابل الدولار والفرنك والذي تحدثنا عنه سالفاً. إلا أن الأمر اختلف خلال فترة التسعينات حيث استمر هبوط أسعار الصرف الثنائية للدرهم مقابل كل من الدولار والفرنك في حين أن سعري الصرف الفعليين (الأسمى والحقيقي) حققا زيادة تدريجية، ليصلا إلى ارتفاع في قيمة الدرهم بلغ 25.9% و16.9% ما بين 1990 و2001 على التوالي. والواقع أن تطور هذين المؤشرين قد تقارب للغاية منذ 1993.

وترتبط هذه المسارات المتباينة باختيار نظام الصرف وبالتطور الذي شهده.

**ثالثاً: السمات الرئيسة لنظام سعر الصرف وعمليات السداد الخارجي**

ما هي السمات الرئيسة لنظام سعر الصرف وما هي أسس اختياره؟ كيف تطور هذا النظام؟ وكيف تطور نظام السداد الخارجي للمغرب؟ تلك هي الأسئلة التي سيتعرض هذا الجزء للإجابة عليها.

**1. نظام سعر الصرف وأسس اختياره**

يعد نظام سعر صرف الدرهم نظاماً ثابتاً ذا سعر صرف موحد. فالدرهم مربوط بسلة خاصة من العملات الأجنبية. ويتم حساب ترجيح هذه العملات داخل السلة وفقاً للتوزيع الجغرافي الخاص بالمبادلات التجارية التي يجريها المغرب ووفقاً لنصيب كل عملة في عمليات السداد الخارجي. وقد تبنى المغرب نظام الربط بالسلة في مايو عام 1973، وذلك عقب عملية تعويم العملات التي جرى تعميمها على المستوى الدولي.

ولكن، لماذا تبنى المغرب نظام سعر الصرف هذا؟ الإجابة تنحصر في اختيار جرى على ثلاث مراحل. فقد كان يتعين، في المرحلة الأولى، المفاضلة بين نظام سعر صرف ثابت ونظام معوم. ودون الخوض في الاعتبارات المتعلقة بمزايا وعيوب كل من هذين النظامين ومدى ملاءمتهما لحالة المغرب، فإن المغرب قد وقع اختياره على نظام الصرف الثابت، حيث أنه اعتاد على استقرار سعر الصرف الخاص به وعلى معدلات تضخم منخفضة.

أما في المرحلة الثانية، فكان يتعين اختيار نوع أداة الربط: هل ستكون عملة وطنية معروفة؟ علماً بأن كل من الدولار والفرنك العملتين الرئيسيتين في عمليات التبادل والسداد التي يقوم بها المغرب. ويذكر أن المغرب كان قد خرج من منطقة الفرنك منذ السنوات الأولى

لاستقلاله السياسي.[3] وبما أن المغرب كان حريصاً أيضاً على استقلاله النقدي، فقد كانت عملية ربط الدرهم بالدولار أمراً مستبعداً تماماً أيضاً.

تبقى المرحلة الثالثة والمتعلقة باختيار سلة الربط الموحدة. فالعملة الموحدة على أساس السلة تتميز بكونها تشجع عملية استقرار الصرف حيث أنها تسمح ببعض التعويض عن الحركات الخاصة بالعملات التي تمثلها والتي قد تكون متباينة. ولكن أى سلة ربط موحدة يمكن تبنيها؟ هل ستكون قياسية مثل حقوق السحب الخاصة أم ستكون غيرها؟

ولقد فضّل المغرب اختيار سلة خاصة يتم تكوينها وفقاً للأهمية النسبية للعملات الكبرى التي تدخل في مبادلاته وفي عمليات سداده الخارجي. أيضاً، فإن مسألة السلة الخاصة تتيح ميزة أخرى وهي إمكانية تغيير مكوناتها وفقاً للتغيرات التي تطرأ على عمليات التبادل التجاري والسداد الخارجي للدولة، وأيضاً وفقاً لخياراتها الاستراتيجية. وهذا الأمر لا ينطبق على حقوق السحب الخاصة.

### 2. تطوير نظام الصرف

من أجل فهم عملية تطوير نظام سعر صرف الدرهم خلال العقدين الماضيين، يتعين رؤيتها من منظور أوسع، وهو الأمر الذي يضطلع به جدول (2).

---

[3] تم الاستقلال السياسي عام 1956 والخروج من منطقة الفرنك عام 1959. أنظر جدول (2) المشار إليه لاحقاً.

**جدول (2): تطور نظام سعر الصرف (1958-2001)**

| التاريخ | الحدث | التعليق |
|---|---|---|
| 25 أبريل 1958 | الانضمام لصندوق النقد الدولي | |
| ديسمبر 1958 | إنهاء نظام تكافؤ سعر الفرنك بين فرنسا والمغرب، حيث لم يلتزم المغرب بخفض القيمة التي قررتها فرنسا | |
| 1959 | إنشاء هيئة وطنية للإصدار وهو بنك المغرب | وقد حل محل بنك دولة المغرب وهو بنك خاص وقد تم إغلاق حساب العمليات التي كانت تربطه بوزارة الخزانة الفرنسية |
| | إصدار عملة وطنية، وهي الدرهم | كان ذلك بمثابة خروجاً فعلياً من منطقة الفرنك |
| حتى 17 مايو 1973 | سعر صرف ثابت وموحد | |
| بدءاً من 17 مايو 1973 | ربط الدرهم رسمياً بسلة عملات يتم تحديد معاملاتها وفقاً لأهميتها في عمليات التبادل والسداد الخارجي | الفرنك الفرنسي هو عملة القياس |
| 1980 | أول تعديل للسلة | |
| من 1980 حتى 1987/1986 | سياسة انزلاق الدرهم في إطار سياسة التصحيح الهيكلي | دون إعلان رسمى، تم بالفعل رصد هبوط سعر الدرهم داخل السوق |
| مايو 1990 | ثانى تعديل للسلة وانخفاض قيمة الدرهم بنسبة 9% | |
| منذ 1988/1987 وما بعد مايو 1990 | العودة لنظام سعر الصرف الثابت، وبقاء الدرهم مرتبطاً بالسلة | |
| 21 يناير 1993 | المغرب يوافق على المادة الثامنة من النظام الأساسي لصندوق النقد الدولي | الدرهم يصبح عملة قابلة للتحويل في العمليات الجارية |
| مايو 1996 | إنشاء سوق الصرف | |
| أول يناير 1999 | إصدار اليورو المصرفي | اليورو يصبح عملة القياس |
| 25 أبريل 2001 | ثالث تعديل للسلة وخفض قيمة الدرهم بنسبة 5% | |
| أول يناير 2002 | إصدار اليورو | اليورو يحل محل عملات الدول الأعضاء في منطقة اليورو على قائمة العملات المسعرة من قبل بنك المغرب. |

ويبدو واضحاً أنه فيما عدا مرحلة الثمانينات فإن نظام صرف الدرهم قد اتسم بالثبات. فمنذ عام 1973، تم ربط الدرهم بسلة خاصة من العملات الأجنبية لم يتم إجراء أي تعديلات عليها سوى ثلاث مرات على مدار ثلاثة عقود. ومع هذا فقد تم خلال أغلب سنوات الثمانينات تعديل سعر صرف الدرهم مرات عديدة دون إعلان رسمي.

### 3. تطور نظام السداد الخارجي

شهد نظام السداد الخارجي خلال العقدين الماضيين تحرراً متنامياً تم دعمه بشكل خاص خلال تطبيق برنامج التصحيح الهيكلي (1983 – 1992)، مما أتاح للمغرب الموافقة على المادة الثامنة من النظام الأساسي لصندوق النقد الدولي وسمح للدرهم أن يكون قابلاً للتحويل في العمليات الجارية وذلك في أوائل عام 1993.[4] وقد استمر هذا التحرر تباعاً وتمثل في تراخ مستمر لعملية الرقابة على الصرف التابعة لهيئة الصرف في وزارة المالية. وقد أنابت هيئة الصرف البنوك المعتمدة في تطبيق إجراءات الرقابة الأساسية. وتتمثل حالياً الملامح الرئيسية لنظام السداد الخارجي فيما يلي:[5]

#### أ- سداد الواردات

كل المنتجات مسموح باستيرادها فيما عدا بعض السلع التي تخضع لتراخيص الاستيراد، كما أن هناك منتجات أخرى يحظر استيرادها لما تشكله من خطر على الأمن والصحة والنظام العام.[6] وتتم عملية السداد من قبل البنوك المعتمدة التي تفرض على المستورد تعيين محل الضمان التجاري المكتتب لديها.

#### ب- إيرادات التصدير

يتعين على المصدرين إعادة حصيلة مبيعاتهم في الخارج داخل الوطن، على أنه يمكنهم استخدامها في الخارج بشكل مباشر لتمويل الواردات من المواد الأولية والمنتجات التي تدخل في تصنيع السلع المصدرة. كما أنه يمكن للمصدرين الاحتفاظ بنسبة 20% من حصيلة

---

4 هذا بالإضافة للانضمام للجات (منظمة التجارة العالمية منذ عام 1995) عام 1987.

5 IMF (2001).

6 الأسلحة، المتفجرات، الملابس المستعملة، الإطارات المستعملة والمنتجات الكيماوية التى تضعف طبقة الأوزون.

الصادرات في شكل حسابات مصرفية داخل المغرب سواء بالعملات الأجنبية أو بالدرهم القابل للتحويل.

**ج- المدفوعات الخاصة بالخدمات وعوائد عوامل الإنتاج والتحويلات الجارية**

كما هو الحال بالنسبة لسداد قيمة الواردات من المنتجات، فإن البنوك المعتمدة هي التي يمكنها القيام بسداد تكاليف المعاملات الجارية (خدمات، وعوائد عناصر الإنتاج، والتحويلات الجارية) وذلك مبدئياً دون قيود، فيما عدا بعض المعاملات كالمنح المقدمة للطلبة المغاربة بالخارج أو المخصصة للرحلات السياحية والتي يبقى حدها الأقصى ثابتاً.

**د- إيرادات الخدمات وعوائد عوامل الإنتاج والتحويلات الجارية**

يتعين إعادة تلك الإيرادات إلى الوطن كما هو الحال بالنسبة لحصيلة الصادرات، وأن يتم ضخها في سوق الصرف.

**هـ- المعاملات الرأسمالية**

هناك تمييز في هذا الشأن بين المقيمين وغير المقيمين، حيث أنه يمكن لغير المقيمين القيام داخل المغرب باستثمارات للمحافظة وباستثمارات مباشرة، كما يمكنهم أيضاً تحويل تلك الاستثمارات عند تصفيتها، بيد أنه لا يمكنهم إصدار أى قيم منقولة داخل المغرب. وعلى الجانب الآخر، يتعين على المغاربة المقيمين الحصول على ترخيص من هيئة الصرف للقيام بنفس العمليات في الخارج. على أنه يمكن للمستوردين القيام بتعبئة اعتمادات تجارية بالخارج وتحويل المبالغ المسددة (الأصل والفوائد). كما يمكن للبنوك التجارية المغربية الاقتراض من الخارج لتمويل مشروعات التجارة الخارجية والاستثمارات، والقيام بعمليات بيع وشراء عملات مقابل عملات نقدية مع البنوك الأجنبية، والقيام باستثمارات مصرفية واستثمارات في

العملات لدى أطراف أجنبية، وشراء أسهم سيادية وأوراق مالية مصدرة من قبل مؤسسات مالية متعددة الأطراف.[7]

وأخيراً فإنه من المحظور تصدير أو استيراد العملة المصرفية المغربية (الدرهم).

**رابعاً: الجوانب التنظيمية لإدارة سعر الصرف**

ما هي آلية تحديد سعر الصرف؟ كيف يعمل سوق الصرف بالمغرب؟

**1. آلية تحديد سعر الصرف**

يتم تحديد سعر صرف الدرهم مقابل العملات المسعرة من قبل بنك المغرب بشكل حر في سوق العملات الأجنبية بين المصارف. ويقوم بنك المغرب، وهو البنك المركزي، بالتدخل على مدار اليوم داخل السوق وذلك بتحديد أسعار بيع وشراء العملات المسعرة والتي تطبق على عملياته مع البنوك.[8] ويتم وضع هذه الأسعار، التي تمثل النطاق ما بين السعر الأدنى والسعر الأعلى للسوق، على أساس سلة عملات ترجيحية وفقاً للتوزيع الجغرافي لعمليات التبادل التجاري التي يقوم بها المغرب، ووفقاً لنصيب كل عملة في عمليات السداد للخارج. ويخضع أيضاً تحديد هذه الأسعار لتغير أسعار الصرف التقاطعية التي تسجلها أسواق الصرف الدولية. ويتعين على البنوك، فيما يتعلق بعمليات الصرف مع عملائها، عدم تجاوز حدود الأسعار التي وضعها بنك المغرب على أن يحصل على عمولة قدرها 0.2% لهيئة الصرف وذلك بالإضافة إلى عمولتها الخاصة.[9]

---

7 Office des Changes (2002).

8 الأمر هنا يتعلق بالعملات الدولية الرئيسة، وعملات دول اتحاد المغرب العربي وبعض العملات العربية الأخرى.

9 إن حدود الأسعار التي يضعها بنك المغرب غير ملزمة للبنوك في الوقت الراهن.

## 2. سوق الصرف في المغرب

عمل سوق الصرف منذ يونيو عام 1996. قبل هذا، كانت البنوك هي التي تقوم بعمليات بيع وشراء العملات من بنك المغرب، كما لم يكن متاحاً للشركات التفاوض بشأن أسعار الصرف الخاصة بها. والمتعاملون حالياً داخل السوق هم بنك المغرب والبنوك بقاعات أسواقها.

**أ- يسمح سوق الصرف للبنوك بالآتي:**

- التأثير على تحديد سعر العملات الأجنبية بضخها أو سحبها فيما بينها أثناء فترة فتح السوق، ومن ثم إعطاء تسعيرة فورية لعملائها وأيضاً للمستثمرين الأجانب.
- القيام بعمليات مقايضة فيما بينها (استبدال عملة بعملة) ومع بنك المغرب أو مع البنوك الأجنبية.
- الاستثمار بعملات أجنبية لدى البنوك الأجنبية والحصول على أوراق مالية أجنبية.
- القيام بعمليات تغطية بعقد آجل لا يتعدى مداه عام واحد.
- إعطاء ما لديها من فائض في العملات الأجنبية لبنك المغرب عند إقفال السوق أو شرائها منه عند الحاجة لذلك. غير أنه يمكنها، في حدود المسموح، أن تقرر الاحتفاظ بمراكزها من العملات الأجنبية، سواء على الأجل الطويل أو القصير.

**ب- يسمح سوق الصرف بشكل غير مباشر للشركات بالآتي:**

- وضع البنوك في حالة منافسة، مما يسمح للشركات أن تفاوض معهم بشأن الأسعار واختيار البنك الذي سيتولى معاملاتها التجارية أو المالية. وهذا الأمر متاح بشكل خاص للشركات الكبرى.
- الحصول على التسعيرة عند الطلب (في حين أنه لم يكن يمكنها الحصول عليها في الماضي قبل يومين).
- تسوية المعاملات يوم صدور الأمر بذلك.

- الحصول على نفس القيم المطبقة على المستوى الدولي (يومان بدلاً من أربعة في الماضي).

وقد تطور سوق الصرف منذ إنشائه وذلك نحو تحقيق تحرر ومرونة أكبر، غير أنه ما زال في حاجة لمزيد من التطور ولا سيما مع إدخال أدوات جديدة لتغطية المخاطر. وينطبق هذا على سياسة سعر الصرف أيضاً.

**خامساً: دور سياسة سعر الصرف ونتائجها وتجانسها**

لم تستخدم سياسة سعر الصرف في المغرب إلا بقدر قليل للغاية، وذلك باستثناء عقد التصحيح الهيكلي. وهذا ما يميز هذه الفترة عن الفترة السابقة لها واللاحقة بها. وسوف نستعرض فيما يلي الدور الذي اضطلعت به هذه السياسة في برنامج التصحيح الهيكلي والنتائج التي نجمت عنها والتجانس الذي اتسمت به، ثم ننتقل إلى استخدامها في الفترة اللاحقة لبرنامج التصحيح الهيكلي.

**1. دور سياسة سعر الصرف في برنامج التصحيح الهيكلي**

يتعين في البداية الإشارة إلى تفصيل هام وهو أن سياسة التصحيح لا تعود إلى عام 1983 ولكنها بدأت منذ بداية العقد. ففي الواقع غطى برنامج تصحيح هيكلي أول الفترة من منتصف عام 1980 وحتى الإعلان عن برنامج التصحيح الهيكلي الثاني في منتصف عام 1983. وبرنامج التصحيح الهيكلي الأول هو برنامج مستقل عن صندوق النقد الدولي، أي أنه لم يتم إبرام اتفاق رسمي بخصوصه مع هذه المؤسسة ومع ذلك فقد قامت بدعم البرنامج فنياً ومالياً.[10]

[10] لمزيد من التفاصيل، أنظر Hamdouch (1990).

أما برنامج التصحيح الهيكلي الثاني وهو المعروف بصورة أكبر فقد كان مكملاً للأول وانتهى عام 1992 واتسم بأنه كان أكثر كمالاً وإلزاماً من الأول لأنه كان موضع اتفاقيات تم توقيعها مع صندوق النقد الدولي فيما يتعلق بجانب الاقتصاد الكلي ومع البنك الدولي بالنسبة للجانب الهيكلي. وتابعت المؤسستان تنفيذ البرنامج. ويظهر تتابع برنامج التصحيح الهيكلي بوضوح على مستوى سياسة سعر الصرف التي اضطلعت بدور رئيسي في البرنامج الثاني كما شرحنا سالفاً، فقد بلغ خفض قيمة الدرهم أعلى معدل له منذ عام 1983.[11] وكانت الأهداف المعلنة لسياسة خفض قيمة الدرهم تتمثل في استعادة توازن ميزان المدفوعات وتحرير المبادلات التجارية وتشجيع الصادرات.[12]

تمثل الهدف الأول في استعادة توازن ميزان المدفوعات. كان من المقرر أن يؤدى خفض سعر الصرف إلى استعادة تنافسية الصادرات المغربية من السلع والخدمات (ولاسيما السياحة) بالنسبة للدول المنافسة. وكان هذا الخفض بمثابة عنصراً لتقييد الطلب الداخلي برفع ثمن الواردات. وفي الواقع لم يكن الدرهم مقوماً بأكثر من قيمته الفعلية كما تدل على ذلك مؤشرات سعر الصرف الفعلية الحقيقية التي تم حسابها وفقاً لطريقة صندوق النقد الدولي. وبالفعل فإن مؤشر عام 1979 – عشية بداية خفض الدرهم – يماثل إلى حد كبير مؤشرات عامي 1973/1972 اللتان تعدان من سنوات توازن حساب المدفوعات الجارية.[13]

ويجدر الإشارة إلى أن سياسة خفض قيمة الدرهم استهدفت أيضاً إعادة توازن حساب المدفوعات الجارية التي بلغت نسبة العجز منه 8% من إجمالي الناتج المحلى عام 1980 و 12.7% عام 1982[14]

---

[11] أنظر نفس المصدر في الهامش السابق.

[12] أنظر إلى مختلف تقارير البنك الدولي عن المغرب ولاسيما التي تتناول الصناعة والتجارة الخارجية. والآراء المقدمة فى مداخلات خبراء الصندوق والبنك الدوليين في مختلف الندوات الدولية التي نظمتها بصفة خاصة هاتان المؤسستان حول التصحيح والتنمية. بالإضافة، أنظر Corbo, Goldstein, and Khan (1987)، El-Najjar (1987)، FMI (1988)، Caillaumont (1985).

[13] 104 و104/106 على التوالي، قاعدة 100 في 1980؛ أنظر Hamdouch (1990)

[14] أنظر نفس المصدر في الهامش السابق.

ويأتي بعد ذلك الهدف الثاني وهو تحرير المبادلات التجارية وفقاً لمبدأ خفض القيمة مع التعويض، ذلك أن خفض سعر الصرف يسمح بالفعل بتحرير المبادلات عن طريق تعويض انخفاض الحماية التعريفية وغير التعريفية. ويقلل خفض الحماية التجارية من الأثر التضخمي لخفض سعر الصرف.

وأخيراً، كهدف ثالث هناك تشجيع الصادرات الصناعية، ففي الواقع وضع البنك الدولي برنامج إصلاح لكل من الصناعة والتجارة الخارجية ، كما قام بدعم تنفيذه. واستهدف هذا البرنامج القضاء على التشوهات التي شجعت الصناعات البديلة للواردات على حساب صناعات التصدير.[15] ويسمح خفض قيمة الدرهم تقليل التشوهات التي تحد من الصادرات الصناعية كما يؤدي إلى إعادة تخصيص الموارد الإنتاجية لصالحها.

### 2. نتائج سياسة سعر الصرف

حققت سياسة سعر الصرف نتائجاً إيجابية وأخرى سلبية. ويجدر بالذكر هنا إنه ليس من السهل دائماً التمييز بين نتائج سياسة الصرف ونتائج برنامج التصحيح الهيكلي في مجمله إذ أن سياسة الصرف تشكل جزءاً منه.

#### أ- النتائج الإيجابية

تتمثل النتائج الإيجابية الأساسية في زيادة الصادرات الصناعية واستعادة توازن حساب العمليات الجارية. ففي الفترة التي كانت تتسم فيها سياسة سعر الصرف بالنشاط (منذ نهاية عام 1980 وحتى 1987/1986)، بلغ متوسط معدل النمو السنوي لإجمالي الصادرات 13.5 % ومتوسط المنتجات الصناعية والمنتجات الجاهزة 44.7%. وقد أدت زيادة المنتجات الصناعية التي ارتفعت من 12.5% إلى 26.5% من إجمالي الصادرات إلى تعديل هيكل الصادرات كما هو موضح في الجدول رقم (3). وكانت المنسوجات أكثر المنتجات الصناعية

[15] أنظر (1984) Bank Mondiale و (1990) Hamdouch.

تطوراً إذ زادت نسبتها في إجمالي الصادرات من 7.3% إلى 17%. ومع ذلك، فإن هذا النشاط الكبير للصادرات الصناعية لا يعود إلى سياسة سعر الصرف وحدها. فقد شكلت هذه السياسة إحدى الأدوات الرئيسة لبرنامج إصلاح الصناعة والتجارة الخارجية، إلى جانب الخفض التعريفي وغير التعريفي وتنسيق الحماية الفعلية.[16]

**جدول (3): تطور هيكل الصادرات في الفترة 1991 - 2000 ( نسب مئوية)**

| مجموعات المنتجات | 1981 | 1984 | 1987 | 1993 | 2000 | حصة الاتحاد الأوروبي |
|---|---|---|---|---|---|---|
| مواد غذائية، مشروبات وتبغ | 25.3 | 22.4 | 27.1 | 26.3 | 21.3 | 64.0 |
| طاقة وزيوت التشحيم | 4.5 | 4.0 | 2.7 | 2.7 | 3.7 | 72.5 |
| منتجات خام | 40.2 | 31.3 | 19.7 | 13.0 | 9.6 | 48.7 |
| الفوسفات | 31.9 | 24.2 | 13.2 | 7.0 | 5.2 | 31.2 |
| سلع وسيطة | 17.5 | 26.8 | 24.0 | 24.4 | 21.6 | 60.5 |
| مشتقات الفوسفات | 13.6 | 22.4 | 19.1 | 17.9 | 11.2 | (1) 31.1 |
| منتجات جاهزة | 12.5 | 15.1 | 26.5 | 33.7 | 43.8 | 92.7 |
| منسوجات | 7.3 | 9.2 | 17.0 | 21.4 | 32.9 | 95.5 |
| المجموع | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 74.7 |

(1) حامض الفوسفور فقط.

المصدر: بنك المغرب.

وإذا ما نظرنا إلى التطور الذي حدث خلال العقدين، يتبين أن المنتجات الجاهزة احتلت عام 2000 المركز الأول من إجمالي الصادرات بنسبة تناهز 43% كان ثلاثة أرباعها – أي 32% – المنسوجات، بينما كانت تحتل هذه المنتجات الجاهزة المركز الرابع عام 1981، بعد المواد الخام (40%)، والمنتجات الغذائية (25%) والسلع الوسيطة (17.5%).

[16] أنظر Hamdouch (1990) .

وتمثلت النتيجة الإيجابية الثانية لسياسة الصرف في استعادة توازن حساب المدفوعات الجارية. فبالفعل تحول العجز الكبير المسجل عام 1981 (12.5% من إجمالي الناتج المحلى) إلى فائض اعتباراً من 1986–1987 (1.5% و 1% من إجمالي الناتج المحلي على التوالي).[17] ولكن بالنسبة لهذه النتيجة، نستطيع القول بأنها استتبعت سياسة التثبيت والتصحيح ككل، كما يوضح الجدول رقم (4).

**جدول (4): توازن إجمالي الناتج المحلى وعجز الموارد في الفترة 1981 – 1987**
**(نسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي)**

| | 1981 | 1984 | 1987 |
|---|---|---|---|
| **موارد** | 134.9 | 136.2 | 129.9 |
| 1- إجمالي الناتج المحلى | 100.0 | 100.0 | 100 |
| 2- واردات السلع والخدمات (1) | 34.9 | 36.2 | 29.9 |
| **استخدامات** | 134.9 | 136.2 | 129.9 |
| 3- استهلاك نهائي | 91.3 | 88.7 | 85.5 |
| - خاص | 69.5 | 70.5 | 68.0 |
| - عام | 21.8 | 18.2 | 17.5 |
| 4- استثمار | 22.4 | 21.8 | 19.1 |
| 5- صادرات السلع والخدمات | 21.2 | 25.7 | 25.3 |
| **عجز الموارد (2)** | 13.7 | 10.5 | 4.6 |

(1) 2 و5: سلع وخدمات غير عوامل الإنتاج.

(2) عجز الموارد = 2 – 5 = 1 – 3 – 4.

**المصدر:** إدارة الإحصاء، *الدليل الإحصائي للمغرب*.

17 أنظر نفس المصدر في الهامش السابق.

ويظهر من الجدول (4) أن الانخفاض الحاد في عجز الموارد إنما يرجع إلى زيادة الصادرات ولكن بصفة خاصة إلى انخفاض الواردات. وجاء انخفاض الواردات كنتيجة لسياسة التثبيت.

**ب- النتائج السلبية**

يمكن التمييز بين النتائج الضارة، وهي عرضية، وترتبط بصورة غير مباشرة بسياسة سعر الصرف، وبين النتائج السلبية المرتبطة بها مباشرة.

- **نتيجتان ضارتان**

- تدهور الميزان التجاري في الفترة من 1980 وحتى 1985 قبل البدء في استعادة توازنه في السنوات التالية. ويرجع هذا التدهور إلى استحالة خفض واردات معينة وكذلك إلى ظاهرة تعويض بعد القيود التي فرضت على الواردات في بداية الثمانينات.

- زيادة تركيز الصادرات حسب المنتج وحسب وجهة التصدير. فقد رأينا كيف شجع خفض سعر الصرف الصادرات الصناعية و لاسيما المنسوجات ، و هذا أمر إيجابي. ولكن هذه الصادرات كانت تتجه كلها تقريباً نحو سوق الاتحاد الأوروبي، فنجد على سبيل المثال أنها قد بلغت في عام 2000 ما يقرب من 93% من السلع الجاهزة وأكثر من 95% من المنسوجات التي بدورها تمثل حوالي 75% من إجمالي الصادرات (أنظر الجدول (3)). ويمكن القول أنه باستثناء المنتجات الصناعية، لم تتأثر الجانب الأكبر من الصادرات بخفض سعر الصرف ويرجع ذلك لأن سعرها محدد بعملة دولية عادة الدولار (مثل الفوسفات ومشتقاته والمنتجات المعدنية)، أو لخضوعها لحد أدنى من الأسعار وقيود أخرى (منتجات زراعية وزراعية صناعية، يتم تصديرها أساساً للاتحاد الأوروبي حيث تواجه تشدد السياسة الزراعية المشتركة).

- **نتيجتان سلبيتان**

- التضخم المستورد زاد مؤشر غلاء المعيشة بنسبة 12.5% عام 1981 وتجاوز نسبة 10 % في الأعوام اللاحقة. ولم يبدأ في الانخفاض إلى أقل من العشرة بالمائة إلا في عام 1985.[18] ويؤثر ارتفاع سعر المنتجات المستوردة على الاستهلاك عندما يتعلق الأمر بالمنتجات الغذائية أو المنتجات الصناعية، وعلى الإنتاج عندما يتعلق الأمر بالسلع التجهيزية والمدخلات وقد أنعكس ذلك على سعر المنتجات المصدرة التي كان من المفترض أن يشجعها خفض سعر الصرف (المنسوجات وحامض الفوسفور، إلخ).

- زيادة الضغوط على الأموال العامة بسبب ازدياد عبء الدين العام عند حسابه بالعملة المحلية وارتفاع نفقات دعم المنتجات الاستهلاكية الأساسية المستوردة. وكان ازدياد تلك الأعباء يتعارض تماماً مع هدف إعادة التوازن لميزانية الدولة وهو أحد الأهداف الرئيسة لبرنامج الإصلاح الهيكلي. وعلى أية حال، فالأمر هنا يدعو لطرح مسألة تجانس السياسة الاقتصادية.

### 3. تطابق سياسة سعر الصرف والسياسة الاقتصادية

افتقرت السياسة الاقتصادية في المغرب إلى التقارب خلال النصف الأول من التسعينات.[19] أى أنه لم يكن هناك قدر كافي من التجانس والتنسيق بين سياسة سعر الصرف والسياسات الاقتصادية الأخرى في إطار برنامج التصحيح الهيكلي. وهذه مسألة تتعلق بتحديد كمية الإجراءات وترتيب استخدام الأدوات المتاحة وكيفية التتابع والتسلسل في إطار السياسة المختلطة. وفضلاً عن الآثار السلبية التي قدمناها في الفقرة السابقة، هناك عاملان آخران أو مجموعتان من الإجراءات التي تعكس نقص التجانس في هذه السياسات.

---

[18] 9.4 في عام 1980، و12.5% في 1981، و10.5% في 1982، و12.5% في 1984، و7.7 % في 1985، و8.8% في 1986، و2.8% في 1987.

[19] أنظر بالنسبة لمفهوم التماسك Alphandery et Delsupehe (1974).

فمن ناحية، تم الشروع في وقت واحد في إجراء مزدوج على الصعيد الخارجي بخفض قيمة الدرهم وتحرير المبادلات (خريف 1983 وعام 1984) غير أن ذلك حدث في فترة كانت الاحتياطيات الخارجية (أقل من ثلاثة أيام من الواردات في عام 1984) تعانى من الكثير في الضعف. وتمثلت النتيجة في ازدياد عجز الميزان التجاري وازدادت الضغوط على احتياطي الصرف إلى الحد الذي استوجب وضع نظام أولويات وطوابير انتظار لشراء العملات الأجنبية أمام شبابيك بنك المغرب. وكان من الأجدر البدء باستخدام الأدوات الموازنية والنقدية على التوالي لامتصاص العجز وخفض قيمة العملة قبل تحرير المبادلات التجارية.

ومن جهة أخرى كان هناك اعتقاد بأن تعويض التأخير في السياسة الاقتصادية الكلية داخلياً (ولاسيما السياسات النقدية والمالية) وزلاتها و بصفة خاصة عام 1985 سوف يتحقق بخفض سعر صرف الدرهم بنسبة أكبر من التي كانت مقررة في البداية.

**4. سياسة سعر الصرف بعد تطبيق برنامج التكييف الهيكلي**

لم يتم تطبيق سياسة الصرف خلال التسعينات (كما حدث في الستينات والسبعينات)، بل ويمكننا أن نتساءل عما إذا كانت هناك سياسة سعر صرف أصلاً. والحقيقة أنه تم ربط الدرهم بسلة عملات أجنبية وتم ترك السلة لتعمل. وكان من المفترض أن تحد من تأثير الحركات المتضاربة للعملات التي تكونها. وكان هذا التعويض نسبياً للغاية وغير كاف – حتى لا نقول وهمياً – في سياق دولي يتسم بعدم استقرار سعر صرف العملات الرئيسية، ولاسيما العملات التي تنتمي إلى النظام النقدي الأوروبي مقابل الدولار الأمريكي. وقد رأينا ذلك خلال السنوات الأخيرة وبصفة خاصة منذ ظهور اليورو عام 1999 وخفض قيمته مقابل الدولار الأمريكي. وقد أثر ذلك بالطبع سلباً على الصادرات المغربية إلى الاتحاد الأوروبي، وبصفة خاصة المنسوجات التي تمثل حوالي 33% من إجمالي الصادرات (و75% من صادرات المنتجات المصنعة).

وقد دفع ذلك السلطات النقدية إلى خفض قيمة الدرهم بنسبة 5% في أبريل 2001 وإلى تعديل في الوقت ذاته سلة العملات وذلك بغية زيادة نصيب اليورو.[20] وهكذا تطرح مسألة موائمة سياسة سعر الصرف المغربية وفقاً لتغير السياق الدولي، أو بتعبير آخر ضرورة إيجاد سياسة سعر صرف موائمة للسياق الدولي الجديد، تهيئ بالطبع التنمية في المغرب.

**سادساً: الرؤى التي تستوجب ضرورة التوصل لسياسة حقيقية لسعر الصرف**

لماذا نقول أن هناك حاجة لسياسات سعر صرف ممكنة وما هي عناصر اختيارها؟ هذان هما السؤالان اللذان سنعطي عناصر الإجابة عنهما فيما يلي:

**1. لماذا هناك حاجة لسياسة سعر صرف؟**

يتعرض السياقان الإقليمي والدولي للتغير حالياً وهذا التغير مستمر، ولا يمكننا الاستغناء عن سياسة الصرف، فسياسة الصرف تخدم تنمية المغرب ولاسيما في سياق دولي يتسم بعدم الاستقرار وبالأزمات المالية.

**أ- العولمة والإقليمية**

هناك ظاهرتان مرتبطتان ببعضهما البعض تؤثران على البيئة الدولية وهما العولمة والإقليمية. فمن جهة نجد *العولمة* والتي يعززها تحرر عام للمبادلات الدولية (من سلع وخدمات ورؤوس أموال، ومعرفة وتكنولوجية ... باستثناء البشر) ولاسيما في إطار الجات ثم منظمة التجارة العالمية. ومن جهة أخرى نجد *الإقليمية*، أي التكامل الإقليمي. والجديد في هذا الصدد هو أن التكامل لا يتم بين البلدان المجاورة التي تتقارب من حيث مستوى التنمية فحسب بل وبين بلدان بعيدة عن بعضها البعض جغرافياً وذات مستويات متفاوتة من النمو، كما يظهر ذلك جلياً في مجموعة الألينا (ALENA) ومنطقة التجارة الحرة الأوربية المتوسطية، اللتين

[20] في حين أنه في 1999 كان معامل ترجيح الدولار الأمريكي هو الذي حقق ارتفاعا.

تشكلان كتلتين للاقتصاد العالمي، أما الكتلة الثالثة فهي الكتلة الآسيوية متمثلة في الآسيان (ASEAN).

### ب- الفوضى النقدية والمالية الدولية والأزمات المالية

تعد الفوضى النقدية والمالية السمة الثانية للسياق الدولي اعتباراً من عام 1973 بالتعويم المعمم للعملات ونهاية نظام بروتن وودز (Bretton Woods). وهنا خلافاً لما حدث بالنسبة للمبادلات التجارية لم يتم تنظيم عملية التحرر، فقد تمت دون وجود إطار مؤسسي مناسب. ويعد غياب نظام نقدي ومالي دولي – على غرار النظام التجاري – مصدراً للأزمات، تلك الأزمات المتكررة والمعدية على المستوى الدولي مثل أزمة المكسيك عام 1994 – 1995، وأزمة دول جنوب شرق آسيا عام 1997 وأزمة روسيا عام 1998 وأزمة البرازيل عام 1999 ثم أخيراً أزمة تركيا والأرجنتين.

ولا يمكن لاقتصاد صغير مثل اقتصاد المغرب أن يبقى على هامش عملية العولمة والإقليمية في سياق نقدي ومالي دولي غير مستقر. وكان هذا الاقتصاد شأنه شأن دول أخرى في المنطقة (تونس على سبيل المثال) حذراً فيما يتعلق بتحرير عمليات السداد الخارجية. فقد تراخت تدريجياً الرقابة على النقد كما رأينا من قبل، ولم يعلن عن قابلية تحويل العملة بالنسبة للعمليات الجارية (الموافقة على المادة 8 من النظام الأساسي لصندوق النقد الدولي) إلا بعد وضعها موضع التنفيذ مع الإبقاء على بعض القيود بالنسبة للمقيمين في البلاد. كما حرر المغرب أهم العمليات الرأسمالية مع الإبقاء على القيود ودون الإعلان عن قابلية تحويل الدرهم التامة. ومن ناحية أخرى، اختار المغرب طريقه إذ وقع اتفاق شراكة مع الاتحاد الأوروبي سيؤدى إلى إقامة منطقة تجارة حرة عام 2010 وهي منطقة تجارة حرة أوروبية متوسطية. ولكن تبقى مسألة البعد النقدي، إذ أسس الاتحاد الأوروبي عملته وهي اليورو والتي يمكن أن تكون قابلة للتحول إلى عملة للمنطقة الأوروبية المتوسطية. وعموماً يتعين على المغرب – شأنه شأن باقي دول جنوب وشرق البحر المتوسط – تحديد خيار في هذا الصدد وهو خيار إستراتيجي.

### 2. عناصر الاختيار

الأمر لا يتعلق باختيار نظام أو سياسة سعر صرف فقط، فهذا الاختيار يرتبط بخيار إستراتيجي. فما هي عناصر الاختيار؟ هنالك ثلاثة عناصر، الوضع الراهن وربط الدرهم باليورو وسياسة مختلفة لسعر الصرف.

#### أ- الوضع الراهن

يتمثل نظام الصرف الحالي كما رأينا في ربط الدرهم بسلة خاصة للعملات ويسمح ذلك النظام بنوع من الاستقرار أو بالأحرى يحد من عدم الاستقرار. غير أنه أثبت محدوديته بسبب تغير السياق الدولي والإقليمي كما أظهر بصفة خاصة أن سعر الصرف لا يستخدم كأداة لسياسة اقتصادية أو كأداة لخدمة التنمية.

وللوضع الراهن ميزة تتمثل في عدم الحسم وترك كل الإمكانات متاحة: مثل إمكانية تحقيق قدر أكبر من التكامل مع الاتحاد الأوروبي أو الانفتاح على باقي دول العالم في إطار العولمة والإقليمية (منطقة تجارة حرة عربية، أو جنوب متوسطية، أو اتفاق تجارة حرة مع الولايات المتحدة الأمريكية). ولكن يعيب الوضع الراهن عدم استخدامه لأداة الصرف والاكتفاء بعمل السلة الآلى الذي لم يتم تعديلها سوى ثلاث مرات خلال ثلاثين عام. وبالفعل، فبعد إنشاء السلة عام 1973، لم يتم تعديلها إلا في 1980 و1990 و2001 أي بعد سبع سنوات ثم عشر سنوات ثم إحدى عشرة سنة. كما لم يستخدم سعر الصرف كأداة لسياسة اقتصادية إلا في إطار برنامج التصحيح الهيكلي خلال الثمانينات وبطريقة غير متجانسة على الإطلاق. وفضلاً عن ذلك أظهر التطور الأخير أن الوضع الراهن يصعب تحمله ويمكن أن يصبح مكلفاً بالنسبة للاقتصاد الوطني.

**ب- ربط الدرهم باليورو**

يجدر الملاحظة بداية أن الوضع الراهن يعنى في الواقع ربط الدرهم جزئياً باليورو.[21] والسؤال الآن هو: ألا يجب المواصلة في هذا الاتجاه وربط الدرهم جذرياً باليورو. نعتقد أن المبرر الوحيد لذلك يكمن في منظور تكامل أكبر مع الاتحاد الأوروبي، أي منظور أكبر من الذي تتضمنه مجرد منطقة للتجارة الحرة تقتصر على المنتجات الصناعية فقط.[22]

ثم لماذا نحرم أنفسنا دون مقابل من أداة هامة للسياسة الاقتصادية في بلد نام؟ إذ أن أى ربط باليورو قد يحرم المغرب من حرية سياسة سعر الصرف والسياسة النقدية والاقتصادية. وفضلاً عن ذلك لن يكون المغرب عضواً في مجلس البنك المركزي الأوروبي أو مجلس وزراء الاقتصاد والمالية والتي تقتصر عضويتها على دول الاتحاد الأوروبي والنظام النقدي الأوروبي. ويبقى الاختيار الثالث وهو اختيار سياسة حقيقية لسعر الصرف.

**ج- سياسة حقيقية**

يتمثل هذا الخيار في الحفاظ على نظام السلة حتى تتضح الرؤى الإقليمية والدولية. والاتحاد الأوروبي يستعد لتوسعه الجديد لضم عشر دول أوروبية شرقية ولضرورة إعادة تشكيل مؤسساته. كما يستعد المغرب لمفاوضات منطقة التجارة الحرة مع الولايات المتحدة وتنفيذ الاتفاقات المبرمة مع دول جنوبي المتوسط والدول العربية. كل ذلك مع خلفية من مفاوضات في إطار منظمة التجارة العالمية ودورة الألفية.

ويمكننا وضع نظام سلة أقل تشدداً يمكن تعديله وفقاً لتطور المبادلات واستراتيجية النمو والتنمية بالمغرب في سياق دولي متغير كما يمكننا إدخال عملات دول منافسة في السلة إلى

[21] بما أنها تمثل 60% من معاملات ترجيح السلة.

[22] لم تبدأ المفاوضات في القطاع الزراعي إلا عام 2002، أي بعد عام من التأخير عن الموعد المحدد لها في الجدول الزمني ولم تحرز أي تقدم وهى مرتبطة بالتقدم الذي يجب إحرازه في المفاوضات داخل منظمة التجارة الدولية.

جانب عملات الدول الشريكة. وفضلاً عن ذلك يمكن أن يأخذ ربط الدرهم بالسلة طابعاً أقل تشدداً، مما قد يسمح باستخدام رشيد لسعر صرف يتفق وأهداف السياسة الاقتصادية وسياسة التنمية وتغيرات السياق الدولي مع مراعاة تفاضيليات التضخم أو لمواجهة الصدمات الخارجية.[23]

ومع ذلك لا ينبغي المبالغة في استخدام سعر الصرف كبديل لأدوات أخرى للسياسة الاقتصادية يصعب تنفيذها ولا تسفر عن نتائج سريعة. ولا ينبغي أن تكون سياسة سعر الصرف السياسة الوحيدة أو الرئيسة لدعم تنافسية الاقتصاد الوطني لأنه قد يصبح بذلك عاملاً لعدم الاستقرار.

وكما نرى فإن هامش المناورة موجود بالرغم من محدوديته.

**سابعاً: خاتمة**

وهكذا قدمنا بصورة موجزة تطور سعر صرف الدرهم وعمليات السداد الخارجي خلال العقدين الماضيين ودور سياسة سعر الصرف والنتائج التي أسفرت عنها والتجانس الذي اتسمت به.

ويتبين من ذلك أن سياسة سعر الصرف لم تستخدم إلا بقدر محدود باستثناء فترة الثمانينات حيث كانت بمثابة الأداة المفضلة لبرنامج التصحيح الهيكلي. ومن هنا فإنه يتعين إعادة تنشيط سياسة سعر الصرف في إطار إقليمي ودولي متغير وغير مستقر. وقدمنا بعض الخيارات الممكنة في هذا الصدد: الوضع الراهن لا يمكن تحمله والربط باليورو سابق لأوانه، وتبقى إمكانية ثالثة وهي وضع سياسة صرف نشطة تقوم على نظام سعر الصرف الحالي الذي يتعين "التخفيف من جموده".

---

[23] ظهرت مؤخراً دراستان في نفس الاتجاه وتدافعان عن فكرة نظم صرف أكثر مرونة لبلدان الشرق الأوسط وشمال أفريقيا وهما: Jbili and Kramenko (2003) و Cardoso and Galal (2002).

وأياً كان الأمر، فسياسة سعر الصرف هي مجرد أداة – هامة دون شك – للسياسة الاقتصادية. ويتعين تنسيق استخدامها مع الوسائل الأخرى في إطار سياسة اقتصادية متجانسة تخدم تنمية البلاد.

## :المراجع


1. Alphandery, E. et G. Delsupehe. 1974. *Les Politiques de Stabilization*. Paris: PUF.

2. Bank Mondiale (World Bank). 1984. *Royaume du Maroc, Incitations Industrielles et Promotion des Exportations*. Washington, D.C: World Bank.

3. Cardoso, E. and A. Galal (eds.). 2002. *Monetary Policy and Exchange Rate Regimes: Options for the Middle East*. Egyptian Center for Economic Studies: Cairo.

4. Corbo, V., M. Goldstein, and M. Khan (eds). 1987. *Growth – Oriented Adjustment Programs*. Washington, D.C: IMF/World Bank.

5. El-Najjar, S (ed). 1987. *Adjustment Policies and Development Strategies in the Arab World*. Washington, D.C: IMF.

6. Fonds Monetaire International (FMI/IMF). 1988. *Politiques Economiques, Croissance et Equilibre dans les Pays du Maghreb*. Washington, D.C: IMF

7. Hamdouch, B. 1990. *Politiques de Developpement et d'Ajustement au Maroc a l'Epreuve de la Crise*. Rabat: SMER.

8. International Monetary Fund (IMF). 2001. *Annual Report on Exchange Arrangements and Restrictions*. Washington, D.C: IMF.

9. Jbili, A. et V. Kramenko. 2003. “Taux Fixe ou Flottant pour les Monnaies du MOAN,” *Finances et Development*, Vol. 4, No. 1.

10. Office des Changes. 2001. *Balance des Reglements* 1997–2000. Rabat.

11. Office des Changes. 2002. *Circulaire n 1688 aux Banques*. Rabat.

12. Guillaumont, P. (Ed). 1985. *Le Tiers – Monde et la Crise deL Endettement.* Paris: Economica.

## تعقيب

**د. عاطف قبرصي***

اطلعت على ثلاث نسخ من الورقة – باللغات الإنجليزية والفرنسية والعربية – والنسخة الفرنسية هي فقط التي أوفت بقدر العرض التاريخي الدقيق الذي قدمه البروفيسور حمدوش لتطور نظام سعر الصرف في المغرب منذ الاستقلال إلى وقتنا هذا.

يبدأ المؤلف ورقته بإبراز الملامح الرئيسة لنظام سعر الصرف المغربي وينهيها ببعض التوصيات الخاصة بالسياسة في أثناء "اقتراب" المغرب من أوروبا. وقد أعجبت بالورقة وبالعرض بصورة عامة. وأعجبت بقدر أكبر بالعرض التاريخي للملامح الرئيسة للنظام من إعجابي بالتوصيات الخاصة بالسياسة. وسأثير بعض القضايا البسيطة بشأن بعض نقاط الاختلاف في الورقة والتي تحتاج إلى تفسير إضافي من المؤلف.

تتسم الملامح الرئيسة لنظام سعر الصرف في المغرب بما يلي حسبما ذكر المؤلف، وهي تتضمن:

- سعر صرف مربوط بالدولار الأمريكي والفرنك الفرنسي بنسبة حجم التبادل التجاري وتسوية معاملات السداد الدولية.
- اختلف الثقل الترجيحي للتجارة بين عامي 1973 و 2001، وانحرف عن الثقل الترجيحي لسلة وحدات السحب الخاصة مما يعبر عن الهيكل التجاري المغربي الخاص.
- انخفضت قيمة الدرهم مقابل العملات الثلاث المرجعية – الدولار الأمريكي والفرنك الفرنسي ووحدات السحب الخاصة – ولكنه انخفض مقابل الدولار أكثر من انخفاضه مقابل الفرنك.

* بروفيسور اقتصاد، جامعة ماكماستر، هاميلتون، كندا.

- حدث معظم الانخفاض في عام 1983، الذي يتزامن مع بداية برنامج الإصلاح الهيكلي الذي فرضه صندوق النقد الدولي على المغرب. وعلى هذا النحو عبرت تغيرات سعر الصرف عن الاستجابات المفروضة خارجيا عوضا عن التعبير عن التغير في السياسة المحلية.
- انخفض كل من سعر الصرف الفعلي الحقيقي والاسمي في بداية الفترة من عام 1980 إلى عام 1990 وبعد ذلك ارتفعا صوب نهاية الفترة في أواخر التسعينات. واختلف السعران الاسمي والحقيقي في بداية الفترة في الثمانينات ولكنهما تقاربا صوب نهاية الفترة في أواخر التسعينات.

يتضح جليا أن السلطات النقدية المغربية فضلت نظام سعر صرف ثابت روج لاستقرار أسعار الصرف واعتمدت على سعر الصرف لترسيخ التوقعات التضخمية. وسمحت ببعض المرونة في النظام من خلال التغيرات في الثقل الترجيحي للتجارة. وفي الواقع تم السماح لسعر الصرف الثابت بأن يتغير ثلاث مرات طوال هذه الفترة، وذلك حينما تغيرت الأثقال الترجيحية للتجارة. وقد سمح هذا للهيكل الثنائي العملة بالاستمرار وقارب بين سعري الصرف الاسمي والحقيقي، بينما تم التحكم في التوقعات التضخمية وسمح بالفعل بانخفاض قيمة الدرهم. ومع ذلك تم تحقيق هذا النجاح بتكلفة تتمثل في بعض أوجه عدم التوازن الداخلي.

وبالفعل كان استخدام الربط الثنائي للعملة تحفزه بعض الشكوك بشأن اتجاه تحركات سعر الصرف. وبالنظر إلى الأمور بعد حدوثها، كان هذا الربط ناجحا في إضفاء بعض المرونة على نظام سعر الصرف في فترة تغيرات شديدة في الأسواق العالمية للعملات وعمل بمثابة نوع ماص الصدمات. ولكن في الوقت نفسه عكس عدم رغبة السلطات في التحرير الكامل والسماح لسعر الصرف بإيجاد قيمته في أسواق حرة. وهذا خيار سياسة أتفق معه. وسمح للدرهم بأن يتم تبادله بصورة مفتوحة مقابل عملات أخرى من وقت إلى آخر ولكن دائما في حدود نطق محددة مسبقا. وليس من الواضح أن السلطات النقدية نسقت السياسات. ويبدو أنه كان هناك انقسام كبير سائد بين السياسة المالية العامة والسياسة النقدية في المغرب. وفي إطار نظام سعر صرف ثابت يفقد عادة الاستقلال النقدي ويحدد ميزان المدفوعات التغيرات

في القاعدة النقدية.  وفي هذه الظروف تضطلع السياسة المالية العامة بفعالية أكثر. ولا يعير المؤلف اهتماما كافيا لهذه الحقيقة، بل على العكس يعطي ثقلاً وفضلاً أكثر إلى تخفيض قيمة الدرهم مما تعطيه الأرقام التي أوردها والبيانات السابقة بشأن التخفيض الذي فرضه صندوق النقد الدولي. وتوضح النتائج الواردة في الجدول رقم (4) بجلاء الصعوبات التي تسبب فيها تخفيض قيمة العملة في الثمانينات. فقد ازدادت الصادرات وتحركت إلى أعلى في سلسلة القيمة، ولكن من الصحيح أن نتساءل إذا كانت هذه التغيرات ناجمة فقط عن تخفيض قيمة الدرهم أو ناجمة عن عومل أكثر أهمية مثل الاتفاقات التجارية مع أوروبا أو سياسات أخرى تتعلق بالاستثمار. وإضافة إلى ذلك، فمن الواضح أن تخفيض قيمة العملة أدى إلى زيادة في الاستثمار والاستهلاك العام والخاص وأيضا إلى زيادة في تكلفة خدمة الديون. وقد انخفضت الواردات كنسبة من إجمالي الناتج المحلي من 34.9% في عام 1981 إلى 29.9% في عام 1987.  وحيث أن الواردات تسيطر عليها الآليات والمعدات بصورة أساسية فقد يوضح ذلك سبب انخفاض الاستثمار. وبالفعل انخفض نصيب الاستثمار في إجمالي الناتج المحلي من 22.4% في عام 1981 إلى 19.1% في عام 1989. وعلاوة على ذلك انخفض الاستهلاك الخاص انخفاضاً طفيفا من 69.5% في عام 1981 إلى 68% في عام 1987، بينما تدهور الاستهلاك العام من 21.8% إلى 17.5% حيث تعرض الوضع المالي العام للحكومة لضربة رئيسة نتيجة لارتفاع تكاليف خدمة الدين الخارجي.

ومن الواضح أنه كان هناك تضارباً بين الميزان الداخلي والخارجي احتاج إلى قدر أكبر من الاهتمام مما رغب المؤلف في إعطائه إياه. واعتبارات ميزان المدفوعات طغت على اعتبارات المالية العامة.

وعلى نفس القدر من الأهمية توجد الثلاثية المستحيلة للاستقلال النقدي وحرية حركة رأس المال وأسعار الصرف الثابتة. ويكاد يكون الاحتفاظ بربط في إطار حرية حركة رأس المال مستحيلاً بغض النظر عن عدد عملات الربط.  وأنا لا أوافق على تفضيل المؤلف لتحرير سعر الصرف،  فسيكون هذا التحرير أداة غير فعالة في استخدامها للتعامل مع أوجه عدم التوازن في ميزان المدفوعات. وأفضل استخدام تدابير فضلى – ثانية (Second Best) تعالج مشاكل محددة. وهناك قدر كبير من فشل الأسواق في المغرب وتحتاج إلى الاهتمام بها

قبل العودة بشكل تام إلى سوق سعر صرف حر. ولست متأكداً من أن هناك ما يدعو إلى القلق بشأن الاستقلال النقدي. فلم تكن السياسة النقدية حرة على الإطلاق قبل ذلك. وأميل بقدر أكبر إلى أن أقترح أن يسعى المغرب إلى تحقيق قدر أكبر من المرونة من خلال سلة عملات تعكس الثقل الترجيحي لمعاملات ميزان المدفوعات.

واتفق تماماً مع المؤلف في أنه ينبغي أن يظل الخيار العربي مفتوحاً وألا يغلق المغرب هذا الخيار، ولا ينبغي على الإطلاق أن يكون أي تكامل أكبر مع أوروبا على حساب علاقاته مع العالم العربي.

# قائمة بأسماء المشاركين في الندوة

**المؤلفون**

الدكتور مايكل بوردو
بروفيسور اقتصاد
جامعة روتجرز، الولايات المتحدة الأمريكية

الدكتور جورج عابد
رئيس دائرة الشرق الأوسط ووسط آسيا
صندوق النقد الدولي

الدكتور س. نوري إرباس
اقتصادي أول، دائرة الشرق الأوسط ووسط آسيا
صندوق النقد الدولي

الدكتور بهروز غويرامي
مساعد خاص لمدير دائرة أفريقيا
صندوق النقد الدولي

الدكتور الفريدو كويفاس
مستشار
بنك المكسيك المركزي

الدكتور اليخندرو ورنر
نائب مدير
بنك المكسيك المركزي

الدكتور محمود محي الدين
بروفيسور اقتصاد
جامعة القاهرة، مصر

السيد أحمد كجوك
اقتصادي
وزارة التجارة الخارجية، مصر

الدكتور بشير حمدوش
بروفيسور اقتصاد
المعهد الوطني للاقتصاد والإحصاء التطبيقي، المغرب

**المعقبون**

الدكتور ناصر السعيدي
نائب حاكم أول
مصرف لبنان

الدكتور عبدالرزاق الفارس
بروفيسور اقتصاد
جامعة الإمارات العربية المتحدة

الدكتور جراهام هاش
نائب مدير إدارة العلاقات الخارجية
صندوق النقد الدولي

الدكتور علي البلبل
اقتصادي أول
صندوق النقد العربي

الدكتور عاطف قبرصي
بروفيسور اقتصاد
جامعة ماكماستر، كندا

**المشاركون**

السيد محمد منصور علي
رئيس قسم الأبحاث
بنك باكستان الحكومي

الدكتور زياد فريز
الرئيس التنفيذي
بنك المؤسسة العربية المصرفية، الأردن

الدكتور هنري عزام
جورد انفست
المدير التنفيذي، الأردن

السيد سلطان السويدي
المحافظ
مصرف الإمارات المركزي

الدكتور محمد جعفر مجرد
نائب المحافظ
البنك المركزي الإيراني

الدكتور يوسكل جورمس
إدارة الأبحاث
البنك المركزي التركي

السيد العروسي بيوض
نائب المحافظ
البنك المركزي التونسي

السيد عبدالوهاب كرمان
محافظ سابق
بنك الجزائر

السيد عمار حيواني
المدير العام للعلاقات المالية الدولية
بنك الجزائر

الدكتور احمد بن عبدالكريم الخليفي
مستشار اقتصادي، الإدارة العامة للأبحاث الاقتصادية
مؤسسة النقد العربي السعودي

السيد محمد بن صالح المعيجل
اخصائي اقتصادي، الإدارة العامة للأبحاث الاقتصادية
مؤسسة النقد العربي السعودي

الدكتور صابر محمد حسن
المحافظ
بنك السودان

السيد عثمان السيد أحمد
مدير عام الإدارة العامة للنقد الأجنبي
بنك السودان

الدكتور محمد بشار كبارة
الحاكم
مصرف سورية المركزي

السيد محمود محمد علسو
المحافظ
البنك المركزي الصومالي

الدكتور مظهر محمد صالح قاسم
رديف المحافظ
البنك المركزي العراقي

الآنسة فوزية بنت سليمان بن زاهر الخروصي
محلل بحوث/ دائرة الأبحاث
البنك المركزي العماني

السيد عبدالله خالد العطية

المحافظ

مصرف قطر المركزي

السيد محمد النفي

مدير الاعداد والتدريب

مصرف لبنان

السيد محمد محمد سعد بدر

وكيل المحافظ

البنك المركزي المصري

السيد سيدي ولد الزين

مدير مساعد الصرف

البنك المركزي الموريتاني

السيد سيديا ولد أحمد واه

ملحق بديوان

البنك المركزي الموريتاني

السيد معالي يحيى العتيق

المحافظ

البنك المركزي الموريتاني

السيد أحمد عبدالرحمن السماوي

المحافظ

البنك المركزي اليمني

**صندوق النقد الدولي**

الدكتور محسن خان
مدير معهد صندوق النقد الدولي

الدكتور مونتك أهلوواليه
مدير مكتب التقييم المستقل

الدكتور سليمان التركي
مدير تنفيذي

الدكتور سمير خوري
رئيس قسم الشرق الأوسط
معهد صندوق النقد الدولي

**صندوق النقد العربي**

الدكتور جاسم المناعي
المدير العام رئيس مجلس الإدارة

الدكتور حازم الببلاوي
مستشار

الدكتور علي الصادق
مدير معهد السياسات الاقتصادية

الدكتور محمد عمران
اقتصادي
معهد السياسات الاقتصادية